

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

ANALIZA STRUKTURE KAPITALA
V IZBRANIH INDUSTRIJSKIH PANOGAH V SLOVENIJI
V OBDOBJU 1994-2001

Ljubljana, marec 2003

VESNA UŽNIK

IZJAVA

Študentka _____
izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom
_____ in dovolim objavo diplomskega
dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis:

KAZALO

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1. UVOD | 1 |
| 2. TEORIJA STRUKTURE KAPITALA | 3 |
| 2.1 OPREDELITEV POJMA IN OSNOVNE PREDPOSTAVKE | 3 |
| 2.2 TRADICIONALNA RAZLAGA STRUKTURE KAPITALA IN PRVI MODIGLIANI-MILLERJEV MODEL | 4 |
| 2.3 PODJETNIŠKI DAVKI | 6 |
| 2.4 MILLERJEV MODEL Z OSEBNIMI DAVKI | 8 |
| 2.5 TEORIJA GLAVNEGA TOKA | 9 |
| 2.5.1 Stroški finančne stiske | 10 |
| 2.5.2 Stroški agentov | 10 |
| 2.6 ASIMETRIJA INFORMACIJ IN TEORIJA VRSTNEGA REDA ALI TEORIJA SIGNALOV | 16 |
| 3. ANALIZA STRUKTURE KAPITALA V IZBRANIH INDUSTRIJSKIH PANOGAH V OBDOBJU 1994-2001 | 17 |
| 3.1 ANALIZA STRUKTURE KAPITALA | 20 |
| 3.1.1 Farmacija | 20 |
| 3.1.2 Hrana in pijača | 22 |
| 3.1.3 Kemija | 23 |
| 3.1.4 Nafta in plin | 24 |
| 3.1.5 Trgovina | 26 |
| 3.1.6 Transport | 28 |
| 3.2 PRIMERJAVA MED PANOGAMI | 29 |
| 3.3 PRIMERJAVA S TUJINO | 30 |
| 3.4 DEJAVNIKI GOSPODARSKEGA OKOLJA | 35 |
| 3.4.1 Davčne stopnje | 36 |
| 3.4.2 Struktura lastnikov, lastninjenje in dokapitalizacija | 36 |
| 3.4.3 Značilnosti trga kapitala | 38 |
| 4. SKLEP | 39 |
| 5. LITERATURA | 42 |
| 6. VIRI | 44 |

PRILOGE

1. UVOD

Podjetje za nemoteno poslovanje potrebuje kapital. Potrebna sredstva si lahko pridobi iz različnih virov in v različni obliki. Glavni obliki dolgoročnih virov sta dolžniški kapital in navadni lastniški kapital v obliki izdanih delnic. Financiranje, tako z izdajo delnic kot financiranje z dolgom, ima svoje prednosti in pomanjkljivosti. Vsako podjetje se glede na lastno vrednotenje stroškov in koristi posamezne oblike financiranja odloči za lastno ciljno strukturo kapitala.

Vprašanje določanja optimalne strukture kapitala je, po mnenju strokovnjakov, skupaj s politiko dividend eno temeljnih vprašaj finančne politike podjetja. Osnovni cilj poslovanja podjetja je v skladu z neoklasično finančno teorijo maksimirati tržno vrednost podjetja (Marmor, 1991, str. 34). S pravilno izbiro med dolžniškim in lastniškim kapitalom pri financiranju podjetja pa lahko, po ugotovitvah nekaterih teorij, dosežemo njegovo maksimalno tržno vrednost. Finančni teoretiki se večinoma strinjajo z Modigliani-Millerjevo (1958) hipotezo o tem, da je tržna vrednost podjetja na popolnem trgu kapitala neodvisna od strukture kapitala. V primeru nepopolnega trga kapitala pa je vpliv posameznih nepopolnosti nejasen. Med tržne nepopolnosti, ki vplivajo na optimalno strukturo kapitala, lahko štejemo davke, stroške finančne stiske, stroške agentov ter asimetričnost informacij. Ostali dejavniki, ki še določajo strukturo kapitala, pa so vrsta dejavnosti, s katero se ukvarja podjetje, razlike med državami in odločitve managementa.

Namen diplomskega dela je spremljati spremembe v strukturi kapitala v izbranih industrijskih panogah v Sloveniji v obdobju od leta 1994 do leta 2001. V prvih letih tranzicije so se slovenska podjetja večinoma financirala z lastniškim kapitalom. Podjetja so bila prekapitalizirana. Eden od razlogov je vsekakor bil tudi slabše razvit finančni sektor in relativno visoki stroški dolgoročnega dolžniškega kapitala v prvih letih tranzicije ter proces privatizacije. Poskušala bom ugotoviti, ali so se slovenska podjetja v kasnejših letih obnašala v skladu z ugotovitvami teorije strukture kapitala. V skladu s teorijo naj bi torej podjetja določila lastno ciljno strukturo kapitala se postopoma približevala le-tej in s tem povečevala vrednost podjetja. Predvidevam, da bodo slovenska podjetja v proučevanem obdobju postopoma povečevala delež dolga v strukturi kapitala. Poskušala bom potrditi hipotezo, da so se slovenska podjetja v obdobju 1994-2001 pospešeno zadolževala. Ob tem se moramo zavedati obstoja uganke strukture kapitala. Kljub razviti teoriji strukture kapitala še vedno ne vemo, kako se podjetja v praksi dejansko odločajo glede strukture kapitala. Teorija še vedno ne zna svetovati managerjem, kako določiti optimalno strukturo kapitala.

V prvem delu diplomskega dela so predstavljene glavne smeri razvoja teorije strukture kapitala. Poglavlje bom začela z opredelitvijo pojma in postavitvijo osnovnih predpostavk. Nadaljevala bom s kratko predstavitevijo tradicionalne teorije strukture kapitala in vzporedno predstavila prelomno Modigliani-Millerjevo teorijo iz leta 1958. Sledila bo Modigliani-Millerjeva razlaga podjetniških davkov na strukturo kapitala iz leta 1963, nato pa še razlage vplivov drugih tržnih nepopolnosti. Teorije so mnogi avtorji (npr. Haris in Raviv, 1991) poskušali dopolniti z empiričnimi raziskavami, ki pa so dale mešane rezultate. Vrsta empiričnih raziskav je preverjala statistično značilnost dejavnikov in njihov vpliv na

zadolženost, vendar niso uspele dati končnih in enoznačnih odgovorov o njihovem vplivu. V diplomskem delu bom podala le kratek pregled opravljenih raziskav in njihovih ugotovitev.

Drugi del diplomskega dela bo namenjen analizi strukture kapitala v izbranih industrijskih panogah v Sloveniji v obdobju 1994-2001. Mnoge raziskave so potrdile, da se struktura kapitala razlikuje med industrijskimi panogami oziroma, da je stopnja zadolženosti podjetja odvisna od industrijske klasifikacije, torej da imajo podjetja znotraj posamezne dejavnosti podobno strukturo kapitala (Bradley et al., 1984, str. 858). Razlog je v podobnih poslovnih tveganjih in stroških finančne stiske. Zato ni smiselno, da gledam strukturo kapitala na nivoju gospodarstva, ampak da proučim industrijske panoge posamično.

Ljubljanska borza vrednostnih papirjev izračunava šest panožnih indeksov, in sicer za farmacijo, hrano in pijačo, kemijo, nafto in plin, transport in trgovino. Ta delitev je osnova moje analize. Na podlagi nje sem določila podjetja, ki so vključena v analizo, in panoge, ki bodo predmet proučevanja. Predmet analize bodo tako podjetja, ki jih Ljubljanska borza uvršča v izračun posameznega indeksa. Industrijske panoge, ki jih bom torej proučevala, so farmacija, hrana in pijača, kemija, nafta in plin, transport in trgovina.

Na začetku analize vsake panoge bom na kratko predstavila vsako panogo oziroma podjetje. Iz računovodskih izkazov podjetij bom za posamezno panogo po letih določila povprečno premoženjsko bilanco, izrazila jo bom v strukturi obliki, izračunala bom kazalnike strukture kapitala in poskušala ugotoviti spremembe v zadolževanju slovenskih podjetij v izbranem obdobju v posamezni panogi. Podrobneje bom predstavila tudi dejavnike, ki vplivajo na strukturo kapitala v posamezni panogi.

Zadolženost podjetij v posamezni panogi v Sloveniji bom primerjala z zadolženostjo podjetij v enaki panogi v ZDA, na Japonskem, v Franciji, Italiji in Avstriji. Poskušala bom pokazati, da so slovenska podjetja v povprečju manj zadolžena. Zaradi značilnosti gospodarstva imajo slovenska podjetja optimalno strukturo kapitala pri nižjem deležu dolgoročnega dolga kot pa podjetja v tujini, ki imajo razvit trg kapitala (Krajnović, 1996, str. 100). Predstavila bom tudi dejavnike gospodarskega okolja, ki določajo nižjo zadolženost podjetij v Sloveniji v primerjavi s tujino.

Mramor (1991, str. 68) navaja tri različne načine, na katere lahko podjetje spreminja strukturo kapitala, in sicer:

- neposredno zamenja lastniške vrednostne papirje z dolžniškimi in obratno;
- izda nove lastniške vrednostne papirje in z dobljenim denarjem odkupi ustrezen del dolžniških vrednostnih papirjev;
- izda nove dolžniške vrednostne papirje in hkrati odkupi ustrezen del lastniških vrednostnih papirjev.

Avtorji, kot so Korwar (1981), Narayanan (1988) in Krasker (1986), so v študijah dokazali, da izdaja novih delnic in dokapitalizacija, pomenita negativen signal za ceno vrednostnih papirjev, izdaja dolga pa pomeni pozitiven signal. Dokazano je, da podjetja dajejo prednost izdaji dolga pred izdajo novih delnic. Za Slovenijo bom poskušala ugotoviti, katera podjetja

so se dokapitalizirala, kaj je bil njen razlog in namen in kako je dokapitalizacija vplivala na ceno delnice. Slovenski trg še ne reagira na signale, kot to počno razvitejši zahodni trgi.

Na koncu diplomskega dela bom povzela ugotovitve teorije strukture kapitala. Naredila bom kratek pregled ugotovitev glede spreminjanja strukture kapitala po industrijskih panogah in poudarila pomembnejša odstopanja v strukturi kapitala znotraj in med panogami. Nekaj pozornosti bom namenila tudi napovedi prihodnjih gibanj strukture kapitala glede na ugotovitve analize strukture kapitala po industrijskih panogah v obdobju od leta 1994 do leta 2001.

2. TEORIJA STRUKTURE KAPITALA

2.1 OPREDELITEV POJMA IN OSNOVNE PREDPOSTAVKE

Podjetje lahko financira svoje poslovanje z dvema vrstama dolgoročnih virov: dolgoročnim dolgom - dolžniškim in lastniškim kapitalom. Kapital lahko opredelimo kot tržno ali knjigovodsko vrednost izdanih dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev, s strukturo kapitala pa lahko razumemo razmerje med imenovanima vrstama kapitala. Strukturo kapitala lahko opredelimo tudi kot deleže posameznih vrst kapitala v celotnem kapitalu podjetja. Takšne opredelitve pa prinesejo celo vrsto vprašanj, in sicer: naj pri izračunu uporabimo tržne ali knjigovodske vrednosti;¹ kaj lahko uvrstimo v posamezno vrsto kapitala; ali upoštevamo samo dolgoročni ali tudi kratkoročni dolg.² Različna literatura navaja različne definicije, vzroke za razlike lahko iščemo v različnih ciljih in metodah analize posameznih avtorjev (Mramor, 1991, str. 67). Torej ni mogoče najti definicije, ki bi bila splošno priznana kot najprimernejša. V razdelku diplomskega dela, kjer so predstavljena teoretična izhodišča, obravnavam strukturo kapitala kot razmerje med tržno vrednostjo lastniškega in dolžniškega kapitala v tržni vrednosti podjetja. Pri konkretni analizi strukture kapitala po industrijskih panogah pa bom upoštevala delež knjigovodske vrednosti dolga v knjigovodski vrednosti podjetja. Le-ta bo uporabljena zaradi lažje dostopnosti podatkov.

Optimalna struktura kapitala je po definiciji tista, ki maksimira tržno vrednost podjetja ob upoštevanju davkov na dobiček podjetja, osebnih davkov, stroškov finančne stiske ter stroškov agentov.

¹ Uporaba tržnih vrednosti lahko povzroči težave pri zbiranju podatkov in izračunu vrednosti posamezne vrste kapitala. Zato smo pri raziskavah omejeni na izračun strukture kapitala na podlagi knjigovodskih vrednosti. Stonehill et al. (1973) pa so v svoji raziskavi dokazali, da tudi managerji v praksi uporabljajo knjigovodske vrednosti (Titman in Wessels, 1988, str. 7).

² Finančna struktura, ki po Ribnikarju (2000, str. 54) pomeni sestavo pasivne strani premoženjske bilance podjetja, po definiciji zajema kratkoročne in dolgoročne vire financiranja, struktura kapitala pa naj bi upoštevala samo dolgoročne vire.

Pred prikazom razvoja teorije moram najprej postaviti osnovne predpostavke, nekatere bom postopoma opuščala, medtem pa bom druge ohranila do konca (Krajnović, 1996, str. 2):

- tržna vrednost podjetja (V) je enaka vsoti tržne vrednosti dolžniškega (D) in lastniškega kapitala (E):

$$V = D + E \quad (2.1)$$

- cilj poslovanja podjetja je maksimiranje njegove tržne vrednosti,
- trg kapitala je popoln, kar pomeni, da na njem obstaja popolna konkurenca, deluje brez trenja ter je informacijsko učinkovit, vsi udeleženci se obnašajo racionalno in finančni investitorji imajo homogena pričakovanja,
- podjetja poslujejo v točki dolgoročnega ravnovesja, kar pomeni, da izberejo takšen obseg naložb, pri katerem je donosnost le-teh enaka zahtevani donosnosti kapitala,
- na trgu obstajajo tri vrste udeležencev: podjetja ali realni investitorji, imetniki vrednostnih papirjev ali finančni investitorji ter država.

2.2 TRADICIONALNA RAZLAGA STRUKTURE KAPITALA IN PRVI MODIGLIANI-MILLERJEV MODEL

Značilnosti tradicionalne teorije strukture kapitala so, da obstaja za vsako podjetje optimalna struktura kapitala, ki maksimira vrednost podjetja. Tako je torej možno spreminjati vrednost podjetja s spreminjanjem deleža dolžniškega kapitala v strukturi kapitala.

Teorija razlaga obstoj optimalne strukture kapitala s tveganjem in povprečnimi stroški kapitala.³ Imetniki lastniških vrednostnih papirjev podjetja prevzemajo poleg poslovnega še finančno tveganje. Imetniki dolžniških vrednostnih papirjev, v nasprotju z lastniki, nosijo le manjši del poslovnega tveganja, zato je zahtevana stopnja donosa imetnikov lastniških vrednostnih papirjev višja od zahtevane stopnje donosa dolžniških vrednostnih papirjev. Poslovno tveganje je tveganje, ki izvira iz naložb podjetja in nepredvidljivosti prihodnjih dobičkov, to je celotno tveganje nezadolženega podjetja. Finančno tveganje je dodano poslovnemu in je posledica financiranja podjetja z dolžniškim kapitalom, ki povzroča nastanek stalnih obveznosti v obliki obresti in odplačila glavnice (Brigham et al., 1999, str. 580-585).

Obstajata dve različici tradicionalne razlage. Po prvi različici, ki jo bom predstavila v nadaljevanju, je optimalna struktura kapitala določena s samo enim razmerjem med dolžniškim in lastniškim kapitalom. Po drugi varianti tradicionalne razlage pa obstaja določeno območje, kjer je struktura kapitala optimalna zaradi sploščenega dna krivulje povprečnih stroškov kapitala (Shapiro, 1989, str. 431).

³ Povprečni stroški kapitala so tehtano povprečje lastniškega in dolžniškega kapitala – WACC (Weighted Average Cost of Capital).

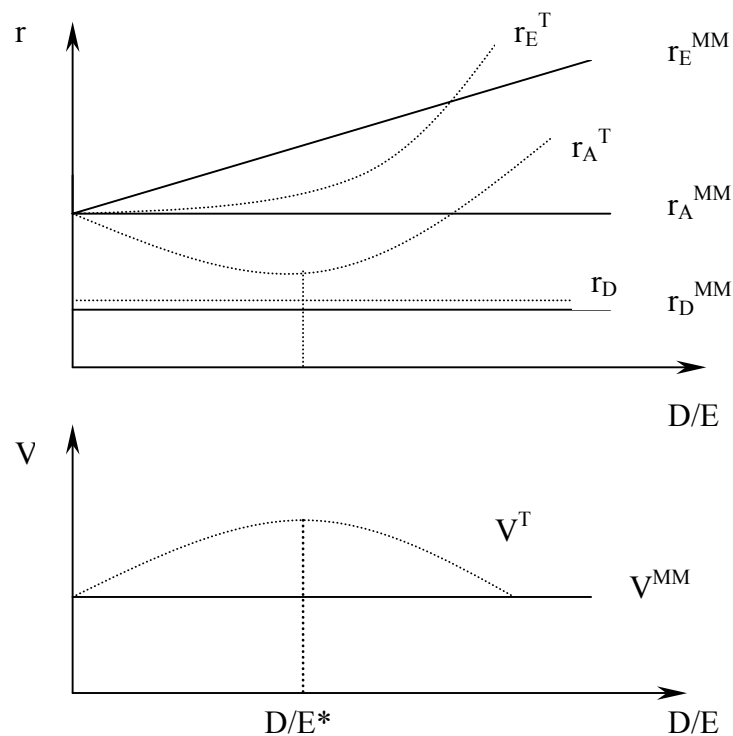
Tradicionalisti so razdelili možni delež dolžniških vrednostnih papirjev v strukturi kapitala podjetja na dva dela, nizki in visoki delež dolžniških vrednostnih papirjev. Za vsakega od njih pa so predvideli drugačen vpliv povečanja deleža dolga na zahtevano donosnost vrednostnih papirjev. Trdili so, da se z večanjem deleža dolga povečuje tveganje imetnikov lastniških vrednostnih papirjev, tako se povečuje tudi njihova zahtevana stopnja donosa, ki pa ob manjši stopnji zadolženosti podjetja ne narašča oziroma narašča počasneje, ob večji pa vedno hitreje. Zato se pri nizkem deležu dolga z večanjem deleža cenejšega dolžniškega kapitala v strukturi kapitala nižajo povprečni stroški kapitala in večja tržna vrednost podjetja. Pri visokem deležu dolžniškega kapitala v strukturi kapitala pa se z naraščanjem tega deleža povečuje zahtevana donosnost lastniških vrednostnih papirjev, kar pomeni naraščanje povprečnih stroškov kapitala in znižanje vrednosti podjetja. Tako postane vpliv stroškov lastniškega kapitala na povečanje skupnih stroškov kapitala večji, kot je vpliv dodatnega cenejšega dolga na znižanje skupnih stroškov kapitala. V točki, kjer lastniki podjetja ocenjujejo dodatno pričakovano donosnost zaradi dodatnega cenejšega dolžniškega kapitala samo še kot nadomestilo za dodatno tveganje, dosega podjetje optimalno strukturo kapitala. V tej točki so povprečni stroški kapitala podjetja najnižji, vrednost podjetja pa je največja (Mramor, 1991, str. 70, 71). Po tradicionalni razlagi torej obstaja za vsako podjetje točka D/E^* (glej Slika 1, str. 6), kjer se izenačita vpliv dodatne zahtevane donosnosti lastniškega kapitala in vpliv povečanega finančnega tveganja za imetnike lastniških vrednostnih papirjev zaradi dodatne enote dolžniškega kapitala.

Eno najpomembnejših del finančne politike podjetja in začetek teoretičnih raziskav strukture kapitala predstavlja članek Nobelovcev Franca Modiglianija in Merton Millerja iz leta 1958. Modigliani in Miller sta v svojem članku pokazala, da tradicionalna teorija ne drži, ker temelji na neracionalnem obnašanju investitorjev. Dokazala sta, da pod predpostavko popolnega trga kapitala izbrano razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom ne vpliva na vrednost podjetja. Zaradi tega lahko vsak investitor izvede arbitražo med podjetji z različno stopnjo zadolženosti, da izniči vpliv zadolžitve podjetja.

Primerjava tradicionalne in Modigliani-Millerjeve (1958) razlage je predstavljena na Sliki 1 (str. 6). V primeru tradicionalne razlage obstaja optimalna struktura kapitala v točki D/E^* . Po teoriji Modiglianija in Millerja se z naraščanjem razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom povečuje zahtevana donosnost lastniškega kapitala linearno (krivulja r_E^{MM} narašča). Zahtevana donosnost dolžniškega kapitala (r_D^{MM}) se ne spreminja. Skupaj vplivata na povprečne stroške kapitala (r_A^{MM}), ki se z večanjem zadolženosti podjetja ne spreminjata. Večja uporaba cenejšega dolžniškega kapitala na račun zmanjševanja lastniškega kapitala tako ravno nadomesti vedno višje stroške lastniškega kapitala, ki rastejo zaradi večjega finančnega tveganja. Posledično se tudi vrednost podjetja (V^{MM}) v odvisnosti od razmerja med dolžniškim in lastniškim kapitalom ne spreminja. V primeru tradicionalne razlage pa obstaja tak D/E^* , kjer je vrednost podjetja (V^T) največja.

Modigliani in Miller sta postavila temelje za razvoj sodobne teorije strukture kapitala in spodbudila nadaljevanje raziskav s področja strukture kapitala, ki so potekale v smeri odpravljanja predpostavk.

Slika 1: Tradicionalna in Modigliani-Millerjeva (1958) razlaga vpliva strukture kapitala na tržno vrednost in strošek kapitala podjetja



Legenda:

- D/E razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom podjetja
- V vrednost podjetja
- r_D stroški dolžniškega kapitala
- r_E stroški lastniškega kapitala
- r_A povprečni strošek kapitala podjetja
- tradicionalna razlaga (T)
- _____ Modigliani-Millerjeva (1958) razlaga (MM)

Vir: Mramor, 1991, str. 72, 82.

2.3 PODJETNIŠKI DAVKI

Modigliani-Millerjeva (1958) razlaga o vplivu strukture kapitala na vrednost podjetja je zaradi strogih predpostavk naletela na veliko kritik. Tako sta Modigliani in Miller leta 1963 naredila popravek svojega prvega članka, kjer sta odpravila predpostavko, da podjetniški davki ne obstajajo.

Avtorja sta pokazala, da se v primeru obstoja podjetniških davkov z dolžniškim kapitalom ustvari t. i. davčni ščit. Podjetja, ki se financirajo z dolgom, imajo nižjo osnovo za obdavčenje

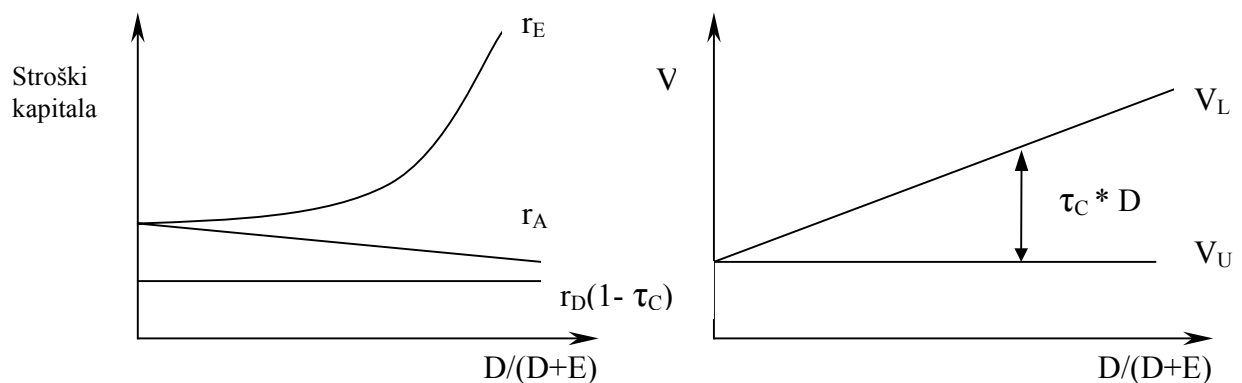
kot podjetja, ki se financirajo izključno z lastniškim kapitalom, saj so obresti odbitna postavka od davčne osnove. Večji ko je delež dolžniškega kapitala, večje bodo obresti, večji bo davčni ščit, manjše bo plačilo davkov od dobička in večji bo donos lastniških vrednostnih papirjev. Donos lastniškega kapitala se poveča bolj, kot to zaradi večjega tveganja zahtevajo imetniki lastniških vrednostnih papirjev podjetja (Mramor, 1991, str. 91).

Vrednost podjetja, ki se financira tudi z dolžniškim kapitalom (V_L), je torej enaka vrednosti podjetja, ki se financira samo z lastniškim kapitalom (V_U), povečan za vrednost davčnega ščita ($\tau_C D$), kjer je τ_C davčna stopnja na dobiček podjetja:

$$V_L = V_U + \tau_C * D \quad (2.2)$$

Modigliani-Millerjeva razlaga, ki upošteva tudi podjetniške davke, je predstavljena na Sliki 2 (str. 7). Več dolžniškega kapitala povečuje vrednost podjetja. Podjetje dosega največjo vrednost, ko je financirano s 100% deležem dolžniškega kapitala. Rezultat Modigliani-Millerjevega modela s podjetniškimi davki je pretiran. "Ta skrajna rešitev optimalne strukture kapitala je v popolnem nasprotju z empiričnimi podatki o finančnih odločitvah podjetja" (Berens in Cuny, 1995, str. 1186).

Slika 2: Vpliv strukture kapitala na tržno vrednost podjetja, ko obstajajo podjetniški davki



Legenda:

| | |
|-------------------|----------------------------------------------------------------|
| $D/D+E$ | delež dolžniškega kapitala v celotnem kapitalu podjetja |
| V_U | vrednost podjetja, ki se financira samo z lastniškim kapitalom |
| V_L | vrednost podjetja, ki se financira tudi z dolžniškim kapitalom |
| τ_C | davčna stopnja, po kateri podjetja plačujejo davek na dobiček |
| $r_D(1 - \tau_C)$ | strošek dolžniškega kapitala po davkih |
| r_E | strošek lastniškega kapitala |
| r_A | povprečni strošek kapitala |

Vir: Mramor, 1991, str. 93; Brigham et al., 1999, str. 628.

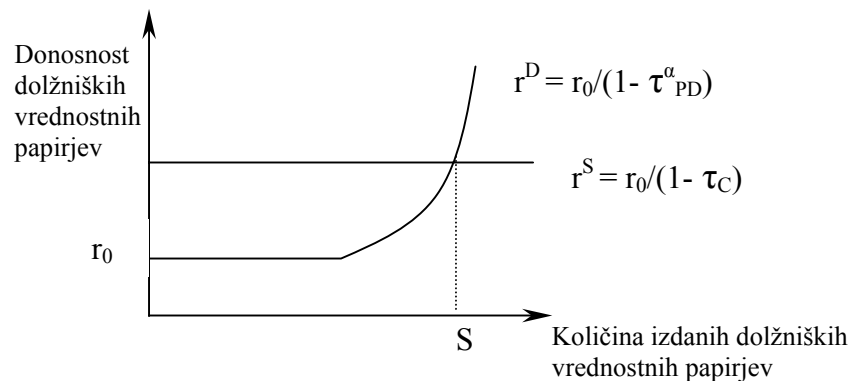
2.4 MILLERJEV MODEL Z OSEBNIMI DAVKI

Pomanjkljivost prejšnjega modela je, da ne upošteva učinka obdavčenja prihodkov, ki so bili ustvarjeni z dolžniškim financiranjem. Miller (1977) je vključil v svoj model novo nepopolnost trga, in sicer osebne davke ter pokazal, da se, če le-te upoštevamo v modelu, učinek rasti deleža dolga v strukturi kapitala na večanje vrednosti podjetja, ki nastane zaradi davčnega ščita, zmanjša.

Poznamo dve vrsti osebnih davkov. Imetniki dolžniških vrednostnih papirjev morajo plačati davek na prejete obresti, imetniki lastniških vrednostnih papirjev pa davek na prejete dividende in davek na kapitalski dobiček. Osebni davki tako znižujejo dohodek investitorjev. Osebna davčna stopnja na donos lastniških vrednostnih papirjev je v splošnem nižja od osebne davčne stopnje na donos dolžniških vrednostnih papirjev.⁴ Zaradi razlike mora podjetje investitorjem ponuditi ustrezno višjo donosnost dolžniških vrednostnih papirjev pred davki in s tem nadomestiti oportunitetno osebno davčno izgubo. Točka ravnovesja na trgu dolžniških vrednostnih papirjev se oblikuje pri tisti donosnosti dolžniškega kapitala, pri kateri je osebna davčna stopnja na donos dolžniških vrednostnih papirjev mejnega investitorja enaka podjetniški davčni stopnji (glej Sliko 3, str. 9). V tej točki oportunitetna osebna davčna izguba izniči učinek davčnega ščita. Po Millerju torej obstaja ravnovesno razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom za podjetniški sektor kot celoto, optimalna struktura kapitala za posamezno podjetje znotraj sektorja pa ne obstaja.

⁴ Ta trditev se nanaša na Millerjev članek iz leta 1977. Opozoriti moram, da to ne velja za vse države, že npr. v Sloveniji obresti niso obdavčene.

Slika 3: Ponudba in povpraševanje po dolžniških vrednostnih papirjih ob upoštevanju podjetniških in osebnih davkov



Legenda:

- r_0 donosnost dolžniških vrednostnih papirjev investitorjev z osebno davčno stopnjo nič ($\tau_{PD}=0$)
- r^S ponudba dolžniških vrednostnih papirjev podjetij
- r^D povpraševanje po dolžniških vrednostnih papirjih podjetij
- τ_{PD}^α osebna davčna stopnja davčnega razreda α
- τ_C davčna stopnja podjetniškega davka
- S ravnovesje sektorja

Vir: Miller, 1977, str. 269.

Ponovno smo prišli do ugotovitve o nepomembnosti strukture kapitala za vrednost podjetja. Tudi Millerjeva (1977) razlaga ni našla potrditve v praksi. Kritična je bila predvsem predpostavka, da podjetja plačujejo davek na dobiček po enotni davčni stopnji. DeAngelo in Masulis (1980) sta upoštevala možnost, da se dejanske davčne stopnje med podjetji razlikujejo, in pokazala, da obstaja optimalna struktura kapitala tudi za posamezno podjetje in ne le za podjetniški sektor kot celoto.

2.5 TEORIJA GLAVNEGA TOKA⁵

Zgornji modeli strukture kapitala so naleteli na kritiko, zlasti na račun nerealnih predpostavk. Pri obravnavanju veljavnosti predpostavk Modigliani-Miller in Miller teorije so teoretiki našli dve njihovi osnovni pomanjkljivosti. Te namreč ne upoštevajo, da z naraščanjem zadolženosti podjetja naraščajo tudi stroški finančne stiske in da višja zadolženost vpliva na stroške agentov. Teorija glavnega toka išče optimalno strukturo kapitala in upošteva tako prednosti

⁵ Joksimović (1996) je 'tradeoff theory' prevedel kot teorija glavnega toka.

kot tudi pomanjkljivosti financiranja z dolgom. Med pozitivne učinke zadolževanja na vrednost podjetja sodi davčni ščit, med negativne pa stroški finančne stiske in stroški agentov.

2.5.1 Stroški finančne stiske

Stroški finančne stiske nastopijo, ko ima podjetje težave pri plačevanju svojih pogodbenih obveznosti. Če postane podjetje nesolventno,⁶ lahko imetniki dolžniških vrednostnih papirjev zahtevajo, da gre podjetje v stečaj oziroma prisilno poravnavo. Zadnja stopnja finančne stiske je torej stečaj, ko se sredstva podjetja pravno prenesejo od delničarjev na posojilodajalce podjetja. Osnovna razlika med lastniki podjetja in posojilodajalci podjetju je, da so posojilodajalci pogodbeno upravičeni do plačila glavnice in obresti, lastniki podjetja – delničarji - pa do plačila dividend niso pogodbeno upravičeni. Bolj ko je podjetje zadolženo, več mora le-to plačevati stalnih pogodbenih obveznosti, ki zmanjšujejo dobičke iz poslovanja, večja je verjetnost za nastop finančne stiske in višji so pričakovani stroški finančne stiske. Pričakovani stroški finančne stiske tako povečujejo stroške kapitala podjetja in zmanjšujejo vrednost podjetja (Joksimović, 1996, str. 21).

Ločimo dve vrsti stroškov finančne stiske, in sicer posredne in neposredne. Med neposredne stroške finančne stiske sodijo vsa plačila storitev tistim, ki so zunaj podjetja udeleženi v postopku stečaja podjetja (npr. stroški pravnega postopka, osebni dohodki upravitelja bankrota in storitve pravnikov, računovodij in svetovalcev). Ko je podjetje v postopku stečaja, lahko pridobiva nova finančna sredstva le po manj ugodnimi pogoji, kot bi jih, če ne bi bilo v stečaju. Razlika med obrestnima merama predstavlja neposredni strošek stečaja (Mramor, 1991, str. 102).

Med posredne stroške finančne stiske pa lahko uvrščamo oportunitetne izgube zaradi nižjega obsega prodaje in posledično nižji dobiček podjetja pred in med postopkom stečaja, stroške v zvezi z omejenim dostopom do trga kapitala in višje osebne dohodke managerjev zaradi večje verjetnosti, da bodo ostali brez zaposlitve. Stečajni upravitelj za svoje odločitve ni odgovoren imetnikom dolžniških vrednostnih papirjev in nima motiva, da bi sprejemal odločitve, ki bi maksimirale tržno vrednost podjetja. Neoptimalne odločitve pomenijo za podjetje oportunitetno izgubo, ki se jo tudi smatra kot posredni strošek stečaja (Mramor, 1991, str. 103).

2.5.2 Stroški agentov

Do agentskih odnosov pride, kadar eden ali več posameznikov – principal, najamejo enega ali več posameznikov – agentov, da v njihovem imenu opravljajo določene storitve oziroma na njih prenesejo pooblastila za odločanje (Jensen, Meckling, 1976, str. 306). Stroški agentov

⁶ Nesolventnost je položaj podjetja, v katerem je tržna vrednost lastniških vrednostnih papirjev enaka nič, pričakovani dobiček podjetja je manjši od finančnih obveznosti imetnikov dolžniških vrednostnih papirjev, tržna vrednost aktive podjetja pa manjša od nominalne vrednosti dolžniških vrednostnih papirjev (Mramor, 1991, str. 102).

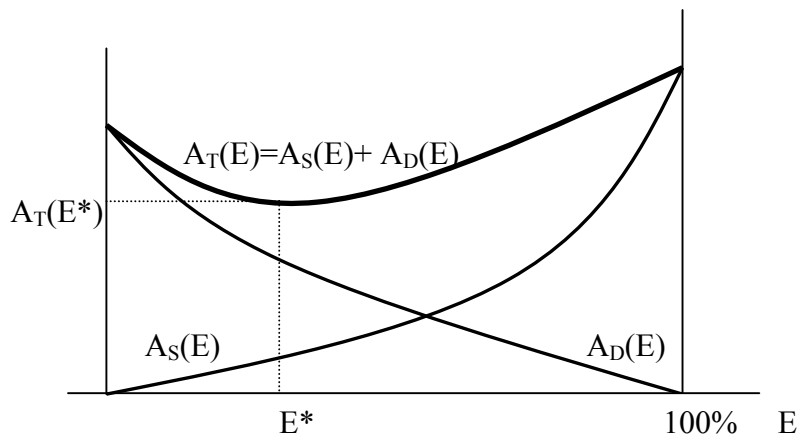
nastanejo zaradi nasprotujočih si interesov teh dveh strank. V podjetju prihaja do dveh osnovnih vrst konfliktov. Prvi nastane zaradi nasprotujočih si interesov managerjev, saj ti niso 100-odstotni lastniki podjetja, in imetnikov lastniških vrednostnih papirjev, ki niso v upravi podjetja t. i. zunanji lastniki. Do druge vrste konflikta pa pride zaradi nasprotij interesov med imetniki lastniških vrednostnih papirjev in imetniki dolžniških vrednostnih papirjev. V prvem primeru pride do t. i. stroškov agentov lastniškega kapitala, v drugem pa do t. i. stroškov agentov dolžniškega kapitala.

Stroški agentov lastniškega kapitala nastanejo, če manager ni lastnik vseh lastniških vrednostnih papirjev. Zunanji lastniki nosijo celotne stroške kapitala, vendar pa niso deležni celotnega dobička poslovanja. Manager namreč ne maksimira vrednosti lastniškega kapitala, ampak maksimira svojo funkcijo koristnosti s prihodki iz poslovanja in z dodatnimi ugodnostmi, kot so uporaba prestižnih poslovnih prostorov, nakupi službenih letal, službeni avto itd. Zato pride do nasprotja interesov, saj manager del stroškov svojih dodatnih ugodnosti prevali na zunanje lastnike. Zunanji lastniki pričakujejo takšno ravnanje managementa, zato ga nadzirajo, kar pa povzroča stroške agentov zunanjim imetnikom lastniškega kapitala. Stroški agentov imetnika lastniškega kapitala so tem nižji, čim večji delež lastniških vrednostnih papirjev imajo v lasti managerji (Jensen, Meckling, 1976, str. 343, 344).

Lastniki podjetja, ki se financira tudi z dolžniškim kapitalom, so spodbujeni, da se odločijo za zelo tvegane naložbe. V primeru, da visoko donosna naložba uspe, imajo od tega koristi izključno lastniki podjetja, medtem ko v primeru neuspele naložbe, nosijo posledice lastniki dolžniških vrednostnih papirjev. Kupci dolžniških vrednostnih papirjev pričakujejo takšno ravnanje lastnikov podjetja, zato so pripravljene plačati za dolžniške vrednostne papirje nižjo ceno, kot bi jo sicer. Stroški agentov dolga nastanejo zaradi znižanja vrednosti podjetja, ker vodi podjetje neoptimalno naložbeno politiko, in stroškov nadzora, ki ga zahtevajo imetniki dolžniškega kapitala. Verjetnost nastopa stroškov agentov dolžniškega kapitala narašča z večanjem deleža dolga v strukturi kapitala.

Skupni stroški agentov lastniškega in dolžniškega kapitala se najprej zmanjšujejo z večanjem dolga v strukturi kapitala in pri določenem obsegu dolga dosežejo minimum, nato pa začnejo naraščati z njegovim večanjem (glej Sliko 4, str. 12).

Slika 4: Stroški agentov v odvisnosti od deleža zunanjega lastniškega kapitala v celotnem zunanjem kapitalu podjetja



Legenda:

- $A_S(E)$ stroški agentov lastniškega kapitala
- $A_D(E)$ stroški agentov dolžniškega kapitala
- $A_T(E)$ celotni stroški agentov
- E^* optimalni delež zunanjega lastniškega kapitala v celotnem zunanjem kapitalu

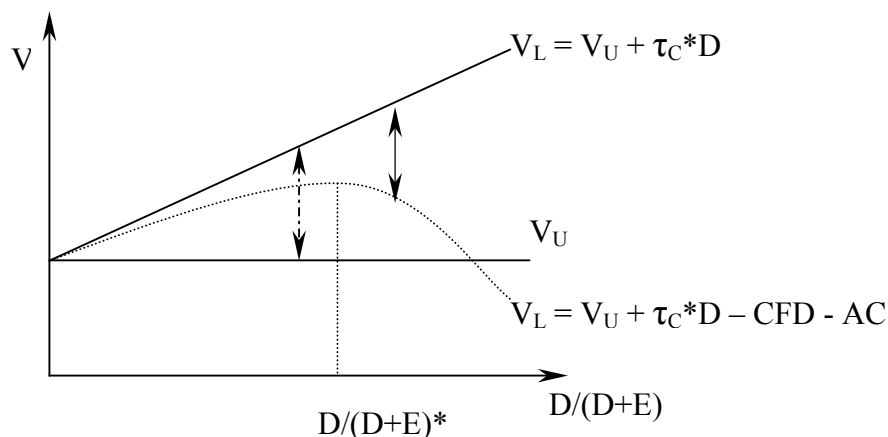
Vir: Jensen, Meckling, 1976, str. 344.

Jensen in Meckling (1976) utemeljujeta obstoj optimalne strukture kapitala le s stroški agentov. Če Modigliani-Millerjev model ali samo Millerjev model dopolnimo s stroški finančne stiske (CFD) in stroški agentov (AC) dobimo "trade-off model" strukture kapitala oziroma model glavnega toka.

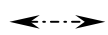
$$V_L = V_U + \tau_C * D - CFD - AC \quad (2.3)$$

Zgornji izraz grafično predstavlja Slika 5 (str. 13), kjer na absciso nanašamo delež dolga v strukturi kapitala, na ordinato pa vrednost podjetja, ki se financira tako z dolžniškim kot tudi z lastniškim kapitalom. Slika 5 nam kaže, da podjetje izbira svojo optimalno strukturo kapitala s tehtanjem med prednostmi davčnega štita ter stroški finančne stiske in stroški agentov. Pri nižji zadolženosti je močnejši vpliv davčnega štita, po neki točki pa prevlada vpliv stroškov finančne stiske in stroškov agentov. V maksimumu krivulje tržne vrednosti podjetja (V_L) je optimalna struktura kapitala podjetja - $D/(D+E)^*$.

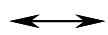
Slika 5: Vpliv dolga na vrednost podjetja po teoriji glavnega toka



Legenda:



sedanja vrednost davčnega ščita



stroški finančne stiske in stroški agentov



tržna vrednost podjetja

$D/(D+E)^*$ stopnja zadolženosti, kjer je vrednost podjetja optimalna

Vir: Brigham, 1999, str. 640.

Druge posledice teorije glavnega toka na optimalno strukturo kapitala so še:

- Podjetja, ki imajo večje poslovno tveganje, naj bi bila manj zadolžena kot podjetja z nižjim poslovnim tveganjem. Večje ko je poslovno tveganje, večja je možnost stroškov finančne stiske, ob kateremkoli obsegu dolga v strukturi kapitala (Brigham, 1999, str. 639).
- Podjetja, ki imajo v osnovnih sredstvih več opredmetenih (nepremičnine, zemljišča in oprema) kot neopredmetenih sredstev, lahko za svoje financiranje uporabijo več dolga kot podjetja, ki imajo večji delež neopredmetenih sredstev (patenti, dobro ime). Stroški finančne stiske niso odvisni samo od verjetnosti, da pride do nje, ampak tudi od posledic v primeru finančne stiske. V primeru finančne stiske neopredmetena sredstva izgubijo na vrednosti več kot pa opredmetena (Brigham, 1999, str. 639-940).
- Podjetja, ki plačujejo davke po visoki stopnji (te naj bi ostale take tudi v prihodnosti), naj bi za svoje financiranje uporabljala več dolga kot podjetja z nižjimi podjetniškimi davčnimi stopnjami. Ob nespremenjenih drugih pogojih imajo podjetja z visokimi podjetniškimi davki več koristi od dolga. Stroški finančne stiske in stroški agentov izničijo davčni ščit pri višji stopnji zadolženosti (Brigham, 1999, str. 940).
- Podjetja v hitro rastočih panogah, kjer imajo tudi več investicijskih možnosti, imajo tudi večje stroške agentov lastniškega kapitala, saj je potrebno več nadzora managementa.

Zato naj bi bila podjetja, ki imajo večjo potencialno rast, manj zadolžena (Titman, Wessels, 1988, str. 4).

- Podjetja, ki proizvajajo specializirane proizvode, imajo višje stroške finančne stiske kot podjetja, ki proizvajajo standardizirane proizvode, zato je tudi zadolženost prvih nižja v primerjavi s slednjimi. Kupci visoko specializiranih proizvodov, dobavitelji podjetij, ki takšne proizvode proizvajajo, in zaposleni s posebnimi znanji bi v primeru stečaja utrpeli visoke stroške, zato so tudi stroški finančne stiske podjetij, ki proizvajajo specializirane proizvode, višji (Titman, Wessels, 1988, str. 5).
- Podjetja, ki imajo večjo verjetnost, da postanejo tarče prevzemov, imajo večji delež dolga v strukturi kapitala kot podjetja, ki jim ne grozi prevzem. V primeru prevzema je ogrožena zaposlitev managementa. Večja je nevarnost prevzema, večji je pritisk na management, da izbira netvegane naložbe, s tem pa je višji delež dolga v optimalni strukturi kapitala (Berger et al., 1997, str. 1436).

Teorija sama po sebi ne pomeni dosti brez podpore podatkov iz prakse. Veliko raziskav je bilo narejenih, da bi potrdili veljavnost teorije glavnega toka, toda rezultati so si bili velikokrat nasprotujoči. Rezultati nekaterih empiričnih raziskav, ki proučujejo vpliv različnih dejavnikov na strukturo kapitala, so podani v Tabeli 1 (str. 15)

Rezultati raziskav, predstavljeni v Tabeli 1, kažejo pri nekaterih dejavnikih ujemanje, pri drugih dejavnikih strukture kapitala pa so si nasprotujoči. Pri študijah je bila ugotovljena negativna povezanost med zadolženostjo in naslednjimi dejavniki: obsegom poslovnega tveganja, dobičkonosnostjo, možnostjo za rast podjetja, stroški R&R in stroški oglaševanja ter specifičnostjo proizvoda. Pozitivno odvisnost pa kaže dejavnik strukture sredstev, to je delež opredmetenih sredstev v stalnih sredstvih, ter velikost podjetja. Pri ostalih dejavnikih pa so si rezultati raziskav nasprotujoči. Empirične raziskave torej niso dale močne podpore teoriji glavnega toka. To pomeni, da na izbiro strukture kapitala v podjetju delujejo še drugi dejavniki, ki niso vključeni v do sedaj obravnavane teorije.

Tabela 1: Pregled rezultatov empiričnih raziskav vpliva različnih dejavnikov na strukturo kapitala podjetja

| | Bradley- Jerrell-Kim (1984) | Long-Malitz (1985) | Kester (1986) | Titman- Wessels (1988) | Homafair- Zietz-Benkato (1994) | Anderson- Betker (1995) | Barclay-Smith- Watts (1995) |
|----------------------------|-----------------------------------|-----------------------|------------------|------------------------------|--------------------------------------|----------------------------|--------------------------------|
| Značilnosti naložb | | | | | | | |
| Struktura sredstev* | +* | + | | (+) | | | |
| Rast podjetja | | | + | (-) | - | | - |
| Izdatki za R&R | - | - | | | | | - |
| Izdatki za oglaševanje | - | - | | | | | - |
| Poslovno tveganje | - | -* | (-) | (-) | (-) | | |
| Dobičkonosnost | | (+) | - | - | | | |
| Stopnja specializiranosti | | | | - | | - | |
| Verjetnost bankrota | | | | | | - | |
| Velikost podjetja | | | (-) | (-) | + | | ? |
| Davki | | | | | | | |
| Davčna stopnja | | | | | + | | (-) |
| Nadomestni davčni štiti | + | +/- ^{a)} | | (-) | (+) | | (-) |
| Drugi dejavniki | | | | | | | |
| Razmere na trgu kapitala** | | | | | - | | |
| Stopnja inflacije | | | | | (+) | | |

- + pozitivna korelacija med zadolženostjo podjetja in dejavnikom
- negativna korelacija
- () statistično neznačilna povezava
- ? različni rezultati

- * posredna povezava
- * delež opredmetenih osnovnih sredstev
- ** cena vrednostnih papirjev na trgu kapitala
- a) negativna zveza velja, če nadomestni davčni štiti vključujejo tudi izdatke za raziskave in razvoj ter rekla

Vir: Članki avtorjev, ki so navedeni v prvi vrstici tabele.

2.6 ASIMETRIJA INFORMACIJ IN TEORIJA VRSTNEGA REDA ALI TEORIJA SIGNALOV

Poslovni subjekti v realnem svetu niso popolnoma informirani, kot to predpostavlja popolni trg kapitala. Zato bom v nadaljevanju opustila predpostavko popolne informiranosti poslovnih subjektov. Finančni investitorji razpolagajo le z delnimi informacijami, popolnoma informirani so le managerji podjetja, kar lahko opredelim kot asimetrijo informacij. Neravnovesje le-teh povzroča stroške in zmanjšuje vrednost podjetja. Managerji poskušajo trgu sporočiti ustrezno vrednost podjetja. Ross (1977) je bil prvi, ki je pokazal, da lahko managerji s strukturo kapitala signalizirajo trgu informacijo o vrednosti podjetja (npr. z odločitvijo o visokem deležu dolga v strukturi kapitala managerji sporočijo, da je podjetje donosno).

Asimetričnost informacij torej povzroči, da je za podjetja optimalen višji delež dolžniškega kapitala v strukturi kapitala, kot če asimetričnost informacij ne bi obstajala. Z izdajo dolžniških vrednostnih papirjev, podjetje sporoči, da so njegove prodajne možnosti dobre in da je podjetje zmožno odplačevati obresti in glavnico, zato pride do znižanja stroškov asimetričnih informacij in do zvišanja vrednosti podjetja.

Teorija glavnega toka temelji na statičnem vidiku optimalne strukture kapitala. Myers (1984, str. 581) pa je v pogojih asimetričnih informacij razvil dinamični pogled na strukturo kapitala in novo teorijo strukture kapitala, in sicer teorijo vrstnega reda.⁷ Osnove teorije je postavil Donaldson (1961, str. 67), ki je trdil, da podjetje ne zasleduje neke optimalne strukture kapitala, pač pa uporabi tisto vrsto kapitala, ki je za podjetje najvarnejši vir financiranja, torej se podjetje raje financira z lastnimi viri – zadržanimi dobički, kot s financiranjem na trgu kapitala ali preko bank.

Managerji lahko signalizirajo vrednost podjetja s tem, kako financirajo svoje investicijske projekte. Podjetja dajejo večinoma prednost notranjemu viru financiranja. V primeru, ko jim notranji viri ne zadostujejo, se morajo podjetja odločiti med izdajo dolžniškega ali lastniškega kapitala. Izdajanje novega dolga največkrat pomeni pozitiven znak za njihovo splošno stanje. Management izda dolg, ko meni, da se bo kmalu povečala cena delnic zaradi prihodnjih obetavnih projektov. Izdaja dolga, po ugotovitvah empiričnih raziskav, dvigne ceno vrednostnih papirjev. Management pa izda delnice, ko meni, da bo cena delnic v prihodnosti padla. Večja ko je izdaja delnic, večji bo negativni vpliv na ceno delnice. Trg kapitala zazna te signale in nanje cena delnic tudi reagira (Myers, Majluf, 1984, str. 218-219). Še mnogo drugih avtorjev (Krasker, 1986) je ugotovilo, da izdaja dolga pomeni pozitiven signal za ceno delnice, Narayanan (1988, str. 50) pa je celo trdil, da podjetja investicijskega projekta, ki bi ga morali financirati z novo izdajo delnic, sploh ne bi izpeljala.

To potrjujejo tudi podatki iz prakse. V letih od 1970-1985 je financiranje z izdajo novih navadnih delnic predstavljalo le 2,1% od skupnega zunanjšega financiranja podjetij, izdajanje obveznic 29,8%, bančna posojila pa 61,9% vseh zunanjih virov financiranja (Joksimović,

⁷ Angleško: "Pecking order theory".

1996, str. 31). Myers (1984, str. 582) pa navaja, da je notranje financiranje podjetij v obdobju 1973-1982 pokrilo povprečno 62% vseh naložb v osnovna sredstva in gibljiva sredstva podjetij.

Med večino finančnih teoretikov danes velja prepričanje o veljavnosti Modigliani-Millerjeve (1958) hipoteze o neodvisnosti tržne vrednosti podjetja od strukture kapitala na popolnem trgu kapitala. Mnoge kasnejše teorije strukture kapitala so njuno hipotezo poskušale prenesti na realni svet z opuščanjem predpostavk popolnega trga. Med glavne tržne nepopolnosti, ki določajo strukturo kapitala, lahko torej štejemo: davke, stroške finančne stiske, stroške agentov in asimetričnost informacij. Struktura kapitala v podjetju je odvisna tudi od vrste dejavnosti, v kateri podjetje deluje, od poslovne uspešnosti podjetja, odvisna je od države oziroma ekonomskega okolja, v katerem posluje podjetje. Med državami se razlikujejo davčne stopnje (osebne in podjetniške), različno visoki so posredni in neposredni stroški finančne stiske, razlikujejo se tudi višine obrestnih mer. Med dejavnike ekonomskega okolja, ki vplivajo na strukturo kapitala, uvrščamo tudi razvitost in razmere na trgu kapitala, prisotnost bank v podjetjih ter institucionalno ureditev. Največji vpliv pri oblikovanju strukture kapitala v podjetju pa imajo še vedno managerji s svojimi poslovnimi odločitvami in finančno politiko, ki jo vodijo.

3. ANALIZA STRUKTURE KAPITALA V IZBRANIH INDUSTRIJSKIH PANOGAH V OBDOBJU 1994-2001

Uganka strukture kapitala obstaja. Empirični podatki niso potrdili veljavnosti teorije strukture kapitala. Teorija poslovnih financ daje prednost teoriji glavnega toka pred teorijo vrstnega reda, vendar so nekatere študije pokazale, da managerji pri odločitvah o financiranju v praksi uporabljajo večinoma teorijo vrstnega reda (Myers, 1984, str. 582). Pri proučevanju strukture kapitala moramo torej upoštevati sklepe tako teorije glavnega toka kot teorije vrstnega reda, saj še nimamo neke splošne vsestranske teorije strukture kapitala.

Empirične raziskave so pokazale, da se struktura kapitala med podjetji znotraj industrijske panoge razlikuje manj kot pa struktura kapitala med podjetji v različnih panogah (Bradley et al., 1984, str. 876). V Tabeli 2 (str. 18) so podani rezultati raziskav, kakšno strukturo kapitala imajo podjetja v posamezni industrijski panogi. Podjetja imajo lahko nizko, srednjo ali pa visoko stopnjo zadolženosti. Bradley in avtorji (1984, str. 870) so za kazalnike strukture kapitala uporabili razmerje med dolgom in vsoto dolga ter tržne vrednosti kapitala. Vrednosti podane v oklepajih v Tabeli 2 so povprečni koeficienti za industrijsko panogo za obdobje 1962-1981. Kot vidim iz Tabele 2, se struktura kapitala med industrijskimi panogami razlikuje, zato je smiselno, da analiziram strukturo kapitala na nivoju industrijske panoge in ne na nivoju celotnega gospodarstva.

Tabela 2: Pregled rezultatov raziskav o koeficientih zadolženosti (D/(D+E)) podjetij po industrijskih panogah

| | Bradley et al. (1984) | Bowen et al. (1982) | Lang in Malitz (1985) | Kester (1986) |
|-------------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------|---------------|
| Industrijska panoga | | | | |
| Farmacija in kozmetika | Nizek (0,0907) | | Nizek | Nizek |
| Rudarstvo | Nizek (0,1347) | | Nizek | Srednji |
| Založništvo | Nizek (0,1552) | | | |
| Elektronika | Nizek (0,1579) | | Nizek | Nizek |
| Strojništvo | Nizek (0,1957) | | | Srednji |
| Živilsko predelovalna | Nizek (0,2056) | | | Nizek |
| Naftno predelovalna ind | Srednji (0,2436) | Nizek | Visok | Visok |
| Gradbeništvo | Srednji (0,2384) | | | |
| Kemična industrija | Srednji (0,2544) | Srednji | | Visok |
| Papirna | Srednji (0,2895) | | Visok | Visok |
| Trgovina z živili | Visok (0,3460) | Srednji | | |
| Telekomunikacije | Visok (0,5150) | | | |
| Letalske družbe | Visok (0,5825) | Visok | | |
| Cementarna | | | Visok | Visok |
| Steklarna | | | | Visok |

Vir: Članki avtorjev, ki so navedeni v prvi vrstici tabele.

V nadaljevanju bom analizirala strukturo kapitala izbranih industrijskih panog v Sloveniji v obdobju od leta 1994 do leta 2001. Na Ljubljanski borzi izračunavajo šest panožnih indeksov, katerih glavni namen je dajati osnovne informacije o gibanju tečajev delnic znotraj posameznih panog. Panoge, za katere izračunava borza indekse, so: farmacija, hrana in pijača, kemija, nafta in plin, transport in trgovina. V Tabeli 3 (str. 19) so podana podjetja, ki so vključena v izračun posameznega panožnega indeksa. Na podlagi te delitve sem izbrala panoge, ki bodo predmet analize, in podjetja, ki so vključena v posamezno panogo.

Za analizo strukture kapitala izbranih podjetij v obdobju od 1994 do 2001 so uporabljene računovodske premoženjske bilance; v primeru, da je proučevano podjetje matično podjetje znotraj skupine, pa sem uporabila konsolidirane računovodske podatke. Podatki so zbrani iz baze Ibon 2002, letnih poročil podjetij in objav na spletnih straneh. Zbrani podatki so podani v Prilogi 1.

Tabela 3: Podjetja, ki so vključena v izračun panožnih indeksov in ROE⁸ podjetij iz leta 2001

| PANOGA | PODJETJE | ROE | PANOGA | PODJETJE | ROE |
|-----------------|----------------------|------|---------------|-------------------------|------|
| Farmacija | Krka d.d. | 11,1 | Nafta in plin | Petrol d.d. | 7,0 |
| | Lek d.d. | 11,9 | | Istrabenz d.d. | - |
| Hrana in pijača | Pivovarna Laško d.d. | 5,5 | Trgovina | Mercator d.d. | 7,3 |
| | Pivovarna Union d.d. | 6,3 | | Merkur d.d. | 6,0 |
| | Droga Portorož d.d. | 9,8 | | Emona obala Koper d.d. | 1,4 |
| | Kolinska d.d. | 6,6 | | Živila Kranj d.d. | 4,4 |
| | Žito d.d. | - | | Salus d.d. | 17,3 |
| | MIP d.d. | 0,1 | | Kompas MTS d.d. | 9,5 |
| Kemija | Sava d.d. | 3,1 | Transport | Delo Prodaja d.d. | 12,2 |
| | Etol d.d. | 5,5 | | Aerodrom Ljubljana d.d. | 6,0 |
| | Helios d.d. | 9,4 | | Luka Koper d.d. | 6,9 |
| | Cinkarna Celje d.d. | 1,8 | | Intereuropa d.d. | 14,4 |

Vir: SEO net, 2002 in Ibon 2002.

Analiza strukture kapitala izbranih panog je potekala tako, da sem na podlagi premoženjskih bilanc posameznega podjetja za proučevano obdobje izračunala povprečno⁹ premoženjsko bilanco za vsako posamezno panogo v vsakem proučevanem letu. Povprečno premoženjsko bilanco za vsako leto sem izrazila v strukturni obliki, kjer je vsaka postavka v premoženjski bilanci izražena kot delež v celotnih sredstvih. Izračunala sem stopnjo zadolženosti, in sicer sem uporabila razmerje med dolgom in vsoto dolga ter lastniškega kapitala in jo izrazila v odstotkih. Formula za izračun stopnje zadolženosti je podana v izrazu 3.4. Dolg je opredeljen kot vse obveznosti podjetja, na katere se plačujejo obresti, torej je dolg vsota dolgoročnih obveznosti in kratkoročnih obveznosti iz financiranja. Upoštevati moram tudi kratkoročne obveznosti iz financiranja, saj v Sloveniji veliko podjetij uporablja kratkoročni dolg za financiranje osnovnih sredstev. Vrednosti stopenj zadolženosti za posamezno leto in posamezno panogo sem prikazala v grafu.

Stopnja zadolženosti je izračunana na naslednji način.

$$\frac{(\text{dolgoročne obveznosti} + \text{kratkoročne obveznosti iz financiranja})}{(\text{dolgoročne obveznosti} + \text{kratkoročne obveznosti iz fin.} + \text{kapital})} \quad (3.4)$$

⁸ ROE je kazalec čiste dobičkonosnosti lastniškega kapitala in se izračuna kot razmerje med čistim dobičkom in lastniškim kapitalom.

⁹ Povprečna premoženjska bilanca je izračunana kot netehtano povprečje premoženjskih bilanc podjetij v panogi.

V nadaljevanju bom podala spremembe v stopnji zadolženosti slovenskih podjetij v proučevanem obdobju za vsako posamezno panogo. Pri analizi bom upoštevala tudi teoretična izhodišča o vplivu posameznih dejavnikov na strukturo kapitala in jih podrobneje predstavila. Povprečno stopnjo zadolženosti za obravnavano obdobje bom primerjala tudi s stopnjo zadolženosti, ki so jo ugotovili Bradley in avtorji (1984) v svoji študiji. Poskušala bom ugotoviti, če se slovenska podjetja v posamezni panogi glede zadolževanja obnašajo podobno, kot se obnašajo podjetja v enaki panogi v tujini. To bom dopolnila z analizo zadolženosti preučevanih panog v izbranih državah ZDA, Japonski, Avstriji, Franciji in Italiji v obdobju 1994-1999. Podatke o premoženjskih bilancah za tujino sem zbrala iz baze BACH.

Pri sklepanju na podlagi opravljene analize se moramo zavedati, da je analiza narejena na zelo majhnem številu podjetij, in da tako posamezno panogo lahko predstavljata samo dve podjetji. Zaradi majhnega vzorca podjetij, zajetih v analizo, je sklepanje na podlagi opravljene analize omejeno. Tudi primerjava analize strukture kapitala v Sloveniji ni primerljiva z analizo Bradleya in avtorjev (1984), namen primerjave je le dobiti sliko, katere panoge so relativno bolj zadolžene in katere manj.

3.1 ANALIZA STRUKTURE KAPITALA

Opazovala sem spremembe v strukturi kapitala za panoge farmacije, hrane in pijače, kemije, nafte in plina, trgovine ter transporta v obdobju od leta 1994 do 2001. Za vsako posamezno panogo bom na kratko predstavila podjetja, ki so vključena v izračun, in prikazala grafikon gibanja zadolženosti.

3.1.1 Farmacija

Največji podjetji, ki kotirata na Ljubljanski borzi vrednostnih papirjev sta farmacevta Lek d.d. in Krka d.d. Podjetji sta matični znotraj skupine povezanih podjetij, zato sem za analizo strukture kapitala uporabila konsolidirane računovodske izkaze. Lek in Krka predstavljata farmacevtsko industrijo.

Glavna dejavnost podjetja Lek d.d. je proizvodnja zdravil, poleg tega pa podjetje proizvaja še izdelke za samozdravljenje, kozmetiko, veterinarske izdelke in medicinske pripomočke. Podjetje Lek d.d. je matično podjetje znotraj skupine podjetij, ki delujejo na ozemlju več kot dvajsetih držav. Večino prihodkov iz poslovanja ustvari s prodajo zdravil za humano uporabo (Letno poročilo 2001, Lek, str. 6-8).

Naslednje farmacevtsko podjetje v Sloveniji je Krka d.d. Poleg proizvodnje in prodaje zdravil za humano uporabo proizvaja in prodaja tudi veterinarske izdelke, izdelke za samozdravljenje in kozmetične izdelke. Okrog 70% prihodkov ustvari s prodajo zdravil za humano uporabo (Letno poročilo 2001, Krka, str. 13).

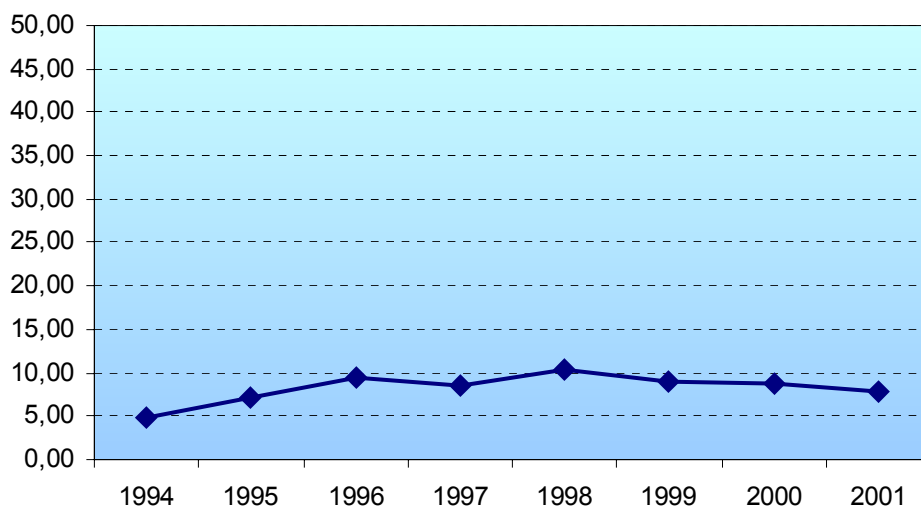
Povprečna premoženjska bilanca sektorja farmacije za posamezno leto je narejena na podlagi konsolidiranih podatkov poslovne skupine Lek in Krke d.d. V Prilogi 1 v Tabeli 1 so prikazane povprečne premoženjske bilance v strukturi obliki za obdobje 1994-2001 za farmacevtsko panogo. Izračunane vrednosti povprečne stopnje zadolženosti in deleži sredstev financiranih z lastniškim kapitalom v posameznem letu so podani v Tabeli 4.

Tabela 4: Povprečna stopnja zadolženosti ($D/(D+E)$) in povprečni delež kapitala v celotnih obveznostih (E/TA) podjetij v farmacevtski industriji v letih 1994-2001

| % | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $D/(D+E)$ | 4,78 | 7,15 | 9,38 | 8,53 | 10,44 | 8,93 | 8,85 | 7,85 |
| E/TA | 69,78 | 69,41 | 69,29 | 67,70 | 69,98 | 71,01 | 70,22 | 71,82 |

Vir: Priloga 1, Tabela 1.

Slika 6: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti za podjetja v farmacevtski panogi v letih 1994-2001



Vir: Tabela 4, str. 21.

V proučevanem obdobju v panogi farmacije ni opazne močnejše smeri zadolževanja podjetij. Leta 1994 je znašala stopnja zadolženosti 4,78%, ko je tudi imela najnižjo vrednost. Zadolženost je do leta 1996 naraščala, in sicer do vrednosti 9,38%. Od leta 1997 je stopnja zadolženosti nihala in celo nekoliko upadla. Leta 2001 je bila stopnja zadolženosti 7,85%. Delež sredstev financiranih z lastniškim kapitalom pa se je v obdobju povečal. V obdobju 1994-1998 je sicer upadel iz 69,78% na 67,70%, potem pa je do leta 2001 narasel na vrednost 71,82%. Gibanje zadolženosti v farmaciji ni popolnoma v skladu z mojimi pričakovanji o naraščanju zadolženosti podjetij v obravnavanem obdobju, vendar so podjetja, ki sodijo v farmacevtsko industrijo, v raziskavah strukture kapitala vedno omenjena kot podjetja, ki imajo najnižji delež dolžniškega kapitala v strukturi kapitala. Vidimo, da imajo tudi podjetja v farmacevtski industriji v Sloveniji v proučevanem obdobju zelo nizko stopnjo zadolženosti.

Bradley in avtorji (1984, str. 870) so v raziskavi obstoja optimalne strukture kapitala ugotovili, da je bila povprečna stopnja zadolženosti v farmacevtski industriji v obdobju 1962-1981 nizka. Čeprav študija Bradleya in avtorjev ni neposredno primerljiva z analizo strukture kapitala v Sloveniji zaradi drugačnega proučevanega časovnega obdobja in drugačnega gospodarskega okolja, lahko na podlagi podatkov trdim, da je tudi panoga farmacije v Sloveniji v povprečju nizko zadolžena. Leta 1994 je imelo farmacevtsko podjetje v ZDA v povprečju 23-odstotni in v Evropi 44-odstotni delež dolžniškega kapitala v strukturi kapitala, v Sloveniji pa je ta delež nižji (Krajnović, 1996, str. 95). Slovenska podjetja v farmacevtski industriji so bila torej v povprečju manj zadolžena kot podjetja v farmacevtski industriji v tujini.

3.1.2 Hrana in pijača

Naslednja panoga, ki sem jo analizirala, je panoga hrane in pijače. Podjetja, ki so vključena v to panogo, so: Pivovarna Laško, Pivovarna Union, Droga Portorož, Kolinska, Žito in Mesna Industrija Primorske. Za izračun povprečne premoženjske bilance za vsako obravnavano leto sem uporabila računovodske izkaze posameznega podjetja. V Prilogi 1 v Tabeli 2 so prikazane povprečne premoženjske bilance v strukturi obliki za vsako leto proučevanega obdobja za panogo hrane in pijače. Izračunane vrednosti povprečne stopnje zadolženosti in deleži sredstev financiranih z lastniškim kapitalom v posameznem letu so podani v Tabeli 5 (str. 22).

Tabela 5: Povprečna stopnja zadolženosti ($D/(D+E)$) in povprečni delež kapitala v celotnih obveznostih (E/TA) podjetij v panogi hrane in pijače v letih 1994-2001

| % | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $D/(D+E)$ | 7,89 | 8,12 | 12,31 | 7,30 | 21,58 | 16,15 | 19,15 | 27,06 |
| E/TA | 77,67 | 76,83 | 76,38 | 79,36 | 68,69 | 72,03 | 70,04 | 64,22 |

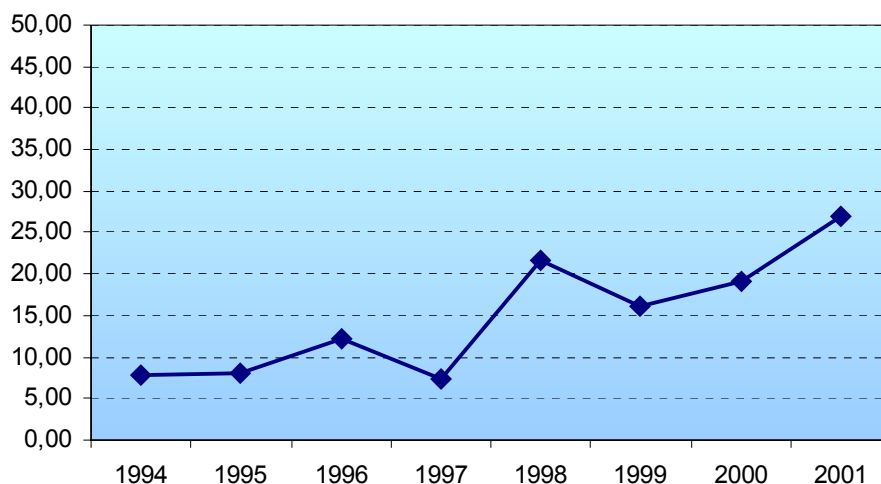
Vir: Priloga 1, Tabela 2.

V raziskanem obdobju v panogi hrane in pijače zasledim rahlo naraščajoči trend zadolževanja podjetij. Leta 1994 je znašala stopnja zadolženosti 7,89%. Najnižjo vrednost zadolženosti je panoga dosegla leta 1997, in sicer 7,3%. Zadolženost je v naslednjih letih večinoma naraščala, in sicer do najvišje vrednosti 27,06% v letu 2001, razen v letu 1999, ko je upadla za nekaj manj kot 5,5 odstotne točke. Delež sredstev financiranih z lastniškim kapitalom se je v proučevanem obdobju znižal iz vrednosti 77,67% v letu 1994 na vrednost 64,22% v letu 2001. Gibanje zadolženosti v panogi hrane in pijače je v skladu z mojim pričakovanjem, da bodo podjetja v danem obdobju povečala stopnjo zadolženosti.

Bradley in avtorji (1984, str. 870) so ugotovili, da je bila povprečna stopnja zadolženosti v panogi hrane in pijače v obdobju 1962-1981 nizka. Do podobnega zaključka lahko pridem tudi v panogi hrane in pijače v Sloveniji v proučevanem obdobju. Čeprav so podjetja v panogi

hrane in pijače v povprečju bolj zadolžena kot podjetja v farmaciji, je povprečna stopnja zadolženosti še vedno nizka.

Slika 7: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti za podjetja v panogi hrane in pijače v letih 1994-2001



Vir: Tabela 5, str. 22.

3.1.3 Kemija

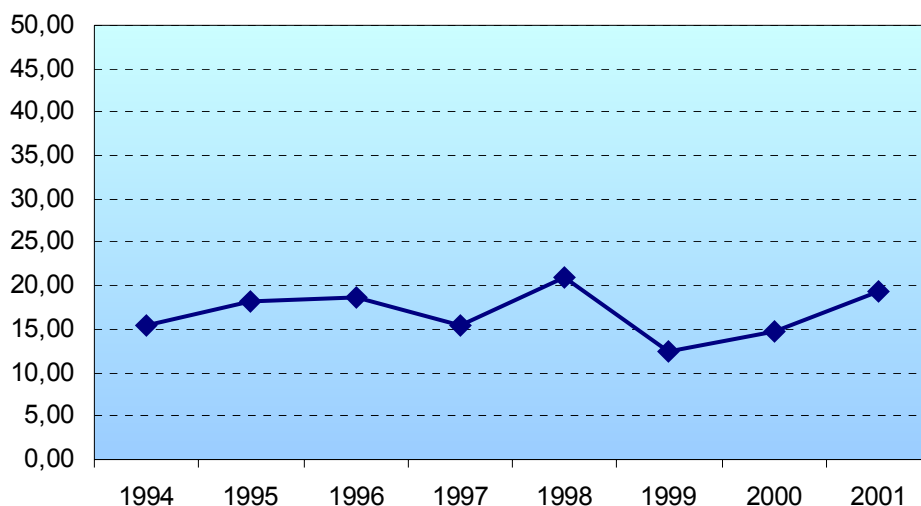
Naslednja obravnavana panoga je panoga kemije. Podjetja, ki so predmet analize strukture kapitala v tej panogi so Sava, Etol, Helios in Cinkarna Celje. Za izračun povprečne premoženjske bilance za vsako proučevano leto sem uporabila računovodske izkaze podjetja. V Prilogi 1 v Tabeli 3 so prikazane povprečne premoženjske bilance v strukturi obliki za vsako leto proučevanega obdobja za panogo kemije. Izračunane vrednosti povprečne stopnje zadolženosti in deleži sredstev financiranih z lastniškim kapitalom v posameznem letu so podani v Tabeli 6 (str. 23).

Tabela 6: Povprečna stopnja zadolženosti ($D/(D+E)$) in povprečni delež kapitala v celotnih obveznostih (E/TA) podjetij v kemični industriji v letih 1994-2001

| % | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| D/(D+E) | 15,55 | 18,26 | 18,78 | 15,50 | 21,08 | 12,33 | 14,79 | 19,31 |
| E/TA | 72,24 | 71,85 | 70,37 | 74,42 | 71,84 | 79,31 | 78,44 | 75,43 |

Vir: Priloga 1, Tabela 3.

Slika 8: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti podjetij v kemični industriji v letih 1994-2001



Vir: Tabela 6, str. 23.

V proučevanem obdobju v kemični industriji ne morem ugotoviti nobene zakonitosti gibanja zadolževanja podjetij. Najnižjo vrednost zadolženosti so podjetja dosegla leta 1999, in sicer 12,33%, najvišjo pa leta 1998, 21,08%. V obravnavanem obdobju je nihal tudi delež lastniškega kapitala v celotnih sredstvih v dani panogi. Tako kot to velja za gibanje strukture kapitala v panogi farmacije, tudi panoga kemije ni v skladu z mojimi pričakovanji in postavljeno hipotezo, da bo stopnja zadolženosti podjetij v proučevanem obdobju naraščala.

Panoga kemije v Sloveniji ima povprečno stopnjo zadolženosti v proučevanem obdobju nekoliko višjo od povprečne stopnje zadolženosti panoge hrane in pijače. Na podlagi podatkov in primerjave z ostalimi panogami bi lahko rekla, da je to panoga s srednjo zadolženostjo. Tudi Bradley in avtorji (1984, str. 870) so v raziskavi obstoja optimalne strukture kapitala ugotovili srednje visoko povprečno stopnjo zadolženosti v kemični industriji.

3.1.4 Nafta in plin

Podjetji, ki kotirata na borzi in sodita v sektor naftne industrije, sta Petrol d.d. in Istrabenz d.d. Opozoriti moramo na razliko med podjetjema. Petrol d.d. je matično podjetje v skupini povezanih podjetij. Istrabenz d.d. pa je holding, ki koordinira poslovanje odvisnih družb in svoje prihodke ustvarja z udeležbo v dobičku odvisnih podjetij.

Podjetje Petrol d.d. je največje naftno podjetje in eno največjih delniških družb v Sloveniji. Glavna dejavnost podjetja je prodaja nafte in naftnih derivatov na debelo in drobno. Petrol

d.d. je matično podjetje Skupine Petrol. Večino prihodkov poslovanja, 80%, ustvari s prodajo tekočih goriv, ostanek pa s prodajo blaga za široko potrošnjo in drugih naftnih derivatov (Letno poročilo 2001, Petrol, str. 23).

Istrabenz d.d. je krovna holdinška družba skupine povezanih podjetij v Skupini Istrabenz. Skupina Istrabenz ustvari preko 90% vseh prihodkov poslovanja s prodajo naftnih derivatov. Posluje na območju Slovenije, Hrvaške, Italije ter Bosne in Hercegovine. Strateško so povezani z avstrijskim naftnim podjetjem OMV (Letno poročilo 2001, Istrabenz, str. 58).

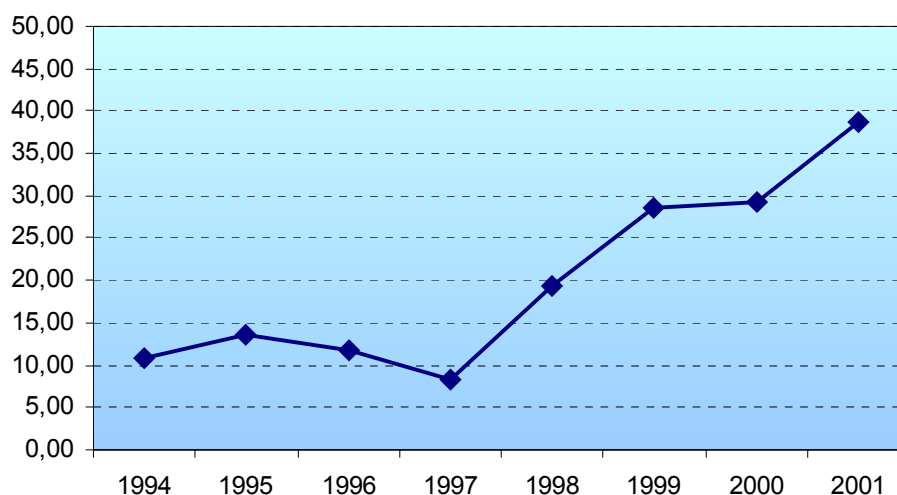
Povprečna premoženjska bilanca naftne industrije za vsako proučevano leto je narejena na podlagi konsolidiranih podatkov poslovne skupine Petrol in Skupine Istrabenz. V Prilogi 1 v Tabeli 4 so prikazane povprečne premoženjske bilance v strukturi obliki za raziskano obdobje. Izračunane vrednosti povprečne stopnje zadolženosti in deleži sredstev financiranih z lastniškim kapitalom v posameznem letu so podani v Tabeli 7, spodaj.

Tabela 7: Povprečna stopnja zadolženosti ($D/(D+E)$) in povprečni delež kapitala v celotnih obveznostih (E/TA) podjetij v naftni industriji v letih 1994-2001

| % | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $D/(D+E)$ | 10,87 | 13,65 | 11,70 | 8,39 | 19,44 | 28,68 | 29,15 | 38,79 |
| E/TA | 54,14 | 54,25 | 55,72 | 56,02 | 54,88 | 47,78 | 44,19 | 44,19 |

Vir: Priloga 1, Tabela 4.

Slika 9: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti za podjetja v panogi nafte in plina v letih 1994-2001



Vir: Tabela 7, str. 25.

Podjetja v panogi nafte in plina ima v proučevanem obdobju naraščajoči trend zadolževanja. Leta 1994 je znašala stopnja zadolženosti 10,87%, najnižjo vrednost je dosegla leta 1997, in sicer 8,39%, leta 2001, ko je dosegla tudi najvišjo vrednost, pa 38,79%. Delež sredstev financiranih z lastniškim kapitalom pa se je znižal iz 54,14% v letu 1994 na 44,19% v letu

2001. Da se bo zadolženost podjetij v Sloveniji v raziskanem obdobju povečala, delež sredstev financiranih z lastniškim kapitalom pa znižal, sem pričakovala tudi sama. Na podlagi zbranih podatkov za vse panoge bi lahko sklepala, da so podjetja v panogi nafte in plina glede na ostale panoge v obdobju 1994-2001 v Sloveniji v povprečju bolj zadolžena.

3.1.5 Trgovina

Dejavnost trgovine je bila v zadnjem desetletju v Sloveniji ena najbolj aktivnih na področju povezovanja in združevanja, vodilno vlogo pa je igral Mercator. Podjetja, ki sem jih vključila pri analizi strukture kapitala v sektor trgovine, so Mercator, Merkur, Emona obala Koper, Živila Kranj, Salus, Kompas MTS in Delo Prodaja.

Skupina Mercator je ena največjih in najuspešnejših gospodarskih družb v JV Evropi, ki deluje že 52 let. Skupino Mercator sestavlja 23 gospodarskih družb, in sicer 15 trgovskih družb, od tega tri izven Slovenije, 5 živilskopredelovalnih, 2 hotelsko-gostinski ter ena kmetijska in ena inženiring družba. Mercatorjeve družbe skupaj zaposlujejo okoli 14.000 ljudi. Skupina Mercator je vodilna trgovska veriga na slovenskem trgu, poleg tega pa postaja tretji največji trgovec s prehrabnenimi izdelki na hrvaškem trgu in pomemben trgovec na tržišču BIH. Najpomembnejša in najobsežnejša gospodarska dejavnost Skupine Mercator je trgovina na debelo in drobno z izdelki široke potrošnje (Spletne strani podjetja Mercator d.d., 2002).

Merkur d.d. je trgovsko podjetje za prodajo tehničnega blaga na debelo in drobno. Danes je vodilni slovenski trgovec z izdelki metalurgije, gradbenim, inštalacijskim in elektromaterialom, kovino-tehničnimi izdelki ter tehničnimi izdelki široke potrošnje. Obenem je Merkur d.d. krovno podjetje Merkur Skupine, ki jo poleg Merkurja sestavljajo še dve podjetji v Sloveniji in sedem podjetij v tujini.

Trgovsko podjetje Živila Kranj d.d. je eden še pomembnejših ponudnikov prehrabnenih in galanterijskih izdelkov v slovenskem prostoru. Osrednja dejavnosti podjetja Emona obala Koper d.d. sta veleprodaja in maloprodaja. Upravljajo tudi tri lastne maloprodajne sisteme: priročne prodajalne z izdelki široke potrošnje Noč in Dan, prodajalne z igračami Direndaj in brezcarinske prodajalne. Salus se ukvarja z distribucijo in prodajo medicinskih pripomočkov. Delo Prodaja pa z distribucijo in prodaja časopisov in revij. Kompas MTS vodi obmejne trgovine in nudi obmejne storitve.

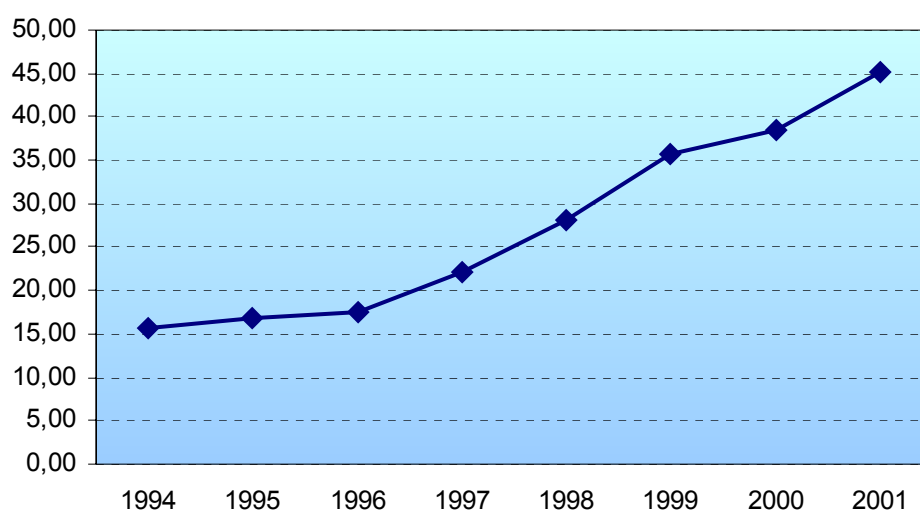
Povprečne premoženjske bilance za obravnavano panogo so narejene na podlagi konsolidiranih podatkov Poslovnega sistema Mercator, Merkur in Emone obale Koper ter računovodskih izkazov podjetij Kompas MTS, Salus, Delo Prodaje in Živil Kranj. V Prilogi 1 v Tabeli 5 so prikazane povprečne premoženjske bilance v strukturni obliki za dejavnost trgovine za vsako proučevano leto. Po formuli 3.4 (na str. 19) izračunane vrednosti povprečne stopnje zadolženosti in deleži sredstev financiranih z lastniškim kapitalom v posameznem letu so podani v Tabeli 8 (str. 27).

Tabela 8: Povprečna stopnja zadolženosti ($D/(D+E)$) in povprečni delež kapitala v celotnih obveznostih (E/TA) podjetij v trgovini v letih 1994-2001

| % | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $D/(D+E)$ | 15,67 | 16,87 | 17,40 | 22,19 | 28,10 | 35,63 | 38,56 | 45,26 |
| E/TA | 63,40 | 64,02 | 63,56 | 59,72 | 56,31 | 48,62 | 45,53 | 40,31 |

Vir: Priloga 1, Tabela 5.

Slika 10: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti podjetij v trgovini v letih 1994-2001



Vir: Tabela 8, str. 27.

V danem obdobju v sektorju trgovine lahko opazim izrazit trend naraščanja zadolževanja podjetij. Leta 1994 je znašala stopnja zadolženosti 15,67%, ko je tudi imela najnižjo vrednost. Zadolženost je konstantno naraščala do leta 2001, in sicer do vrednosti 45,26%. Delež sredstev financiranih z lastniškim kapitalom pa se je ves čas zniževal, in sicer iz vrednosti 63,14% v letu 1994 na vrednost 40,31% v letu 2001. Gibanje zadolženosti v trgovinski dejavnosti je popolnoma v skladu z mojimi pričakovanji, da se bo zadolženost podjetij v proučevanem obdobju povečevala. Največji del rasti zadolževanja lahko pripišem Mercatorju, ki je financiral nakupe in prevzeme podjetij z najemanjem kreditov.

Bradley in avtorji (1984, str. 870) so v raziskavi obstoja optimalne strukture kapitala ugotovili, da je povprečna stopnja zadolženosti v trgovini v obdobju 1962-1981 visoka. Enako lahko trdimo tudi za panogo trgovine v Sloveniji v obdobju 1994-2001. Na podlagi podatkov o zadolženosti slovenskih podjetij lahko trdim, da so podjetja v panogi trgovine v primerjavi z ostalimi obravnavanimi panogami v letih od 1994 do 2001 v povprečju najbolj zadolžena.

3.1.6 Transport

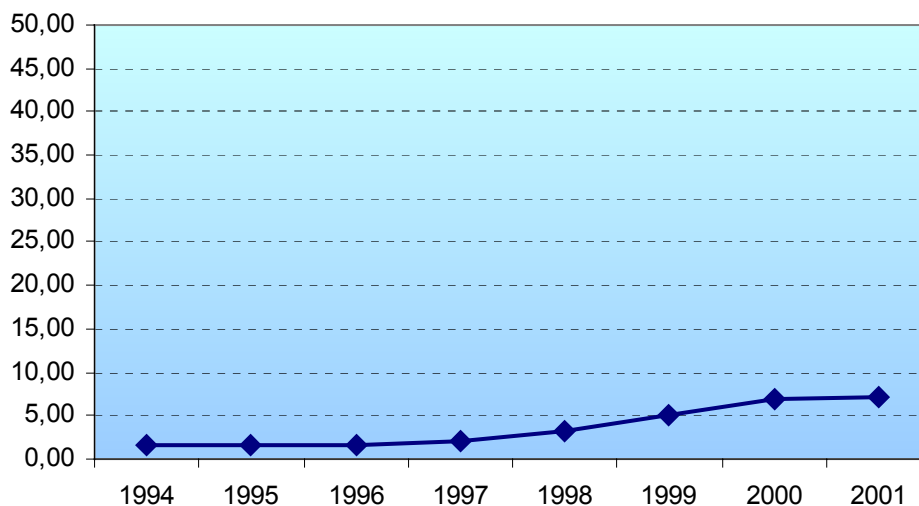
V panogo transporta Ljubljanska borza pri izračunavanju panožnih indeksov uvršča podjetja Aerodrom Ljubljana, Luko Koper in Intereuropo. Povprečna premoženjska bilanca panoge transporta za vsako proučevano leto je narejena na podlagi računovodskih podatkov naštetih podjetij. V Prilogi 1 v Tabeli 6 so prikazane povprečne premoženjske bilance v strukturi obliki za dano obdobje. S formulo 3.4 (na str. 19) izračunane vrednosti povprečne stopnje zadolženosti in deleži sredstev financiranih z lastniškim kapitalom v posameznem letu so podani v Tabeli 9.

Tabela 9: Povprečna stopnja zadolženosti ($D/(D+E)$) in povprečni delež kapitala v celotnih obveznostih (E/TA) podjetij v panogi transporta v letih 1994-2001

| % | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| $D/(D+E)$ | 1,55 | 1,52 | 1,58 | 2,06 | 3,25 | 4,97 | 6,97 | 7,21 |
| E/TA | 87,05 | 85,98 | 85,67 | 85,08 | 84,66 | 80,39 | 79,00 | 78,85 |

Vir: Priloga 1, Tabela 6.

Slika 11: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti podjetij v panogi transporta v letih 1994-2001



Vir: Tabela 9, str. 28.

V obravnavanem obdobju v panogi transporta lahko opazim zelo šibek trend naraščanja zadolževanja podjetij. Leta 1994 je znašala stopnja zadolženosti 1,55%, ko je tudi imela najnižjo vrednost. Povprečna zadolženost podjetij je stagnirala do leta 1997, potem pa je postopoma naraščala do vrednosti 7,21% v letu 2001. Delež sredstev financiranih z lastniškim

kapitalom je ves čas proučevanega obdobja visok. Gibanje zadolženosti v panogi transporta ni popolnoma v skladu z začetnimi pričakovanji. Sicer zadolženost podjetij v raziskanem obdobju počasi narašča, vendar je stopnja zadolženosti zelo nizka.

3.2 PRIMERJAVA MED PANOGAMI

Analiza strukture kapitala izbranih industrijskih panog v obdobju 1994-2001 je v potrdila pričakovanja, da se bo stopnja zadolženosti med panogami razlikovala. Upravičeno sem torej domnevala, da bi lahko bil eden od dejavnikov, ki določa strukturo kapitala, tudi industrijska panoga, v kateri podjetje deluje. Znotraj vsake panoge delujejo dejavniki, ki sodoločajo strukturo kapitala. Panogi z najnižjo zadolženostjo sta farmacija in transport, nekoliko bolj zadolženi sta panoga kemije ter panoga hrane in pijače. Panogi, ki sta najbolj zadolženi in katerih trend zadolževanja je v proučevanem obdobju najhitreje naraščal, pa sta panogi trgovine ter nafta in plin.

Če primerjam rezultate analize strukture kapitala v Sloveniji z rezultati analize, ki so jo izvedli Bradley in avtorji (1984), lahko ugotovim podobnosti. Opozoriti pa moram, da neposredne primerjave ne morem dati zaradi različnega obdobja, v katerem je bil pojav proučevan, in razlik v gospodarskem okolju. Namen primerjave je bil le ugotoviti, katere panoge so bolj in katere manj zadolžene.

Farmacevtska panoga je ena tistih, ki ima visoke stroške finančne stiske in stroške agentov, zato ima v skladu s teorijo tudi tako nizko optimalno stopnjo zadolženosti. Farmacevtska industrija je v zadnjih letih doživljala najvišje stopnje rasti, tudi v Sloveniji, zato je možno, da je v skladu s teorijo glavnega toka zadolženost farmacevtov tudi tako nizka. To je najbrž eden od razlogov nizke zadolženosti farmacije v primerjavi z ostalimi panogami.

Poleg tega se farmacevtska podjetja uvrščajo med tista z najvišjim deležem izdatkov za raziskave in razvoj. Farmacevti v Sloveniji povprečno namenijo za raziskave in razvoj 10-12% prihodkov od prodaje, kar je eden največjih deležev med podjetji (Letno poročilo 2001, Lek, str. 3). Predhodne empirične raziskave (podane so v Tabeli 1, str. 15) so potrdile negativno povezanost med izdatki za raziskave in razvoj ter zadolženostjo podjetja. Lahko torej sklepam, da bi enako lahko veljalo tudi za farmacijo v Sloveniji v danem obdobju. To bi lahko bil naslednji dejavnik, ki določa nizko zadolženost farmacije naproti zadolženosti ostalih panog.

Dobičkonosnost poslovanja farmacevtskih podjetij je v primerjavi z dobičkonosnostjo v ostalih panogah visoka (glej Tabelo 3, str. 19). Empirični podatki so pokazali negativno povezavo med dobičkonosnostjo podjetij in zadolženostjo (Tabela 1, na str. 15), zato bi na podlagi tega lahko sklepala o nizki zadolženosti farmacije v primerjavi z ostalimi panogami. Po teoriji vrstnega reda torej višja dobičkonosnost omogoča izkoriščanje notranjih virov financiranja, kateremu podjetja dajejo prednost, pred drugimi bolj tveganimi oblikami financiranja.

Panoga transporta je tudi tista, ki ima zelo nizek delež dolga v virih financiranja. V proučevanem obdobju v Sloveniji lahko opazimo le rahlo naraščajoči trend. Podjetja, ki jih

uvrščamo v panogo transporta v Sloveniji, doma nimajo konkurentov. Tako Luka Koper kot Aerodrom Ljubljana nimata neposrednega konkurenta, kar pomeni, da realizirata visoke dobičke iz poslovanja. Podjetji imata tudi veliko sredstev v naložbah, zato sta v proučevanem obdobju realizirala tudi visoke dobičke iz financiranja (Ibon 2002, 2002). Lahko bi torej sklepala, da imajo podjetja v panogi transporta možnosti izkoriščanja notranjih virov financiranja, zato se tudi ne zadolžujejo. To je v skladu s teorijo vrstnega reda, da podjetja izkoriščajo notranje vire financiranja pred zadolževanjem in izdajo kapitala.

Panoga nafte in plina velja za dolgoročno stabilno panogo, kar ji odpira več možnosti financiranja z dolžniškim kapitalom, zato se ta je delež v proučevanem obdobju verjetno povečeval. Dejavnost je tudi nadzirana in regulirana s strani države, saj le-ta nadzira gibanje cene bencina, s tem se podjetjem zniža poslovno tveganje, to pa v skladu s teorijo lahko pomeni večje možnosti zadolževanja.

Dobičkonosnost poslovanja slovenskih naftnih skupin je nizka, ker država regulira cene naftnih derivatov zaradi uravnavanja inflacijskih pritiskov. Dobičkonosnost sredstev lahko izrazimo kot delež dobička iz poslovanja v skupnih sredstvih. Empirični podatki so pokazali negativno povezavo med dobičkonosnostjo podjetij in zadolženostjo. Eden od možnih razlogov, da je panoga nafte in plina bolj zadolžena kot npr. farmacija, bi lahko bila tudi nižja dobičkonosnost (Tabela 3, str.19). Na podlagi zbranih podatkov bi lahko trdila, da je panoga nafte in plina panoga z visoko stopnjo zadolževanja v primerjavi z ostalimi danimi panogami.

Panogi hrane in pijače ter trgovina sta tisti, ki sta v raziskanem obdobju poleg panoge nafte in plina pospešeno povečevali stopnjo zadolženosti in sta tudi panogi z višjo povprečno zadolženostjo med proučevanimi podjetji v Sloveniji. Eden od možnih razlogov za visoko zadolženost trgovine bi lahko bila njena struktura stroškov. Panoga trgovine namreč velja za panogo z zelo nizkimi stalnimi stroški, zato je tveganje nizko. To bi lahko bil možen razlog za višjo zadolženost trgovine. Panoga hrane in pijače ni tvegana, ker sta to dve potrošni dobrini s stalnim povpraševanjem. To bi posledično lahko tudi pomenilo višjo optimalno stopnjo zadolženosti v panogi.

3.3 PRIMERJAVA S TUJINO

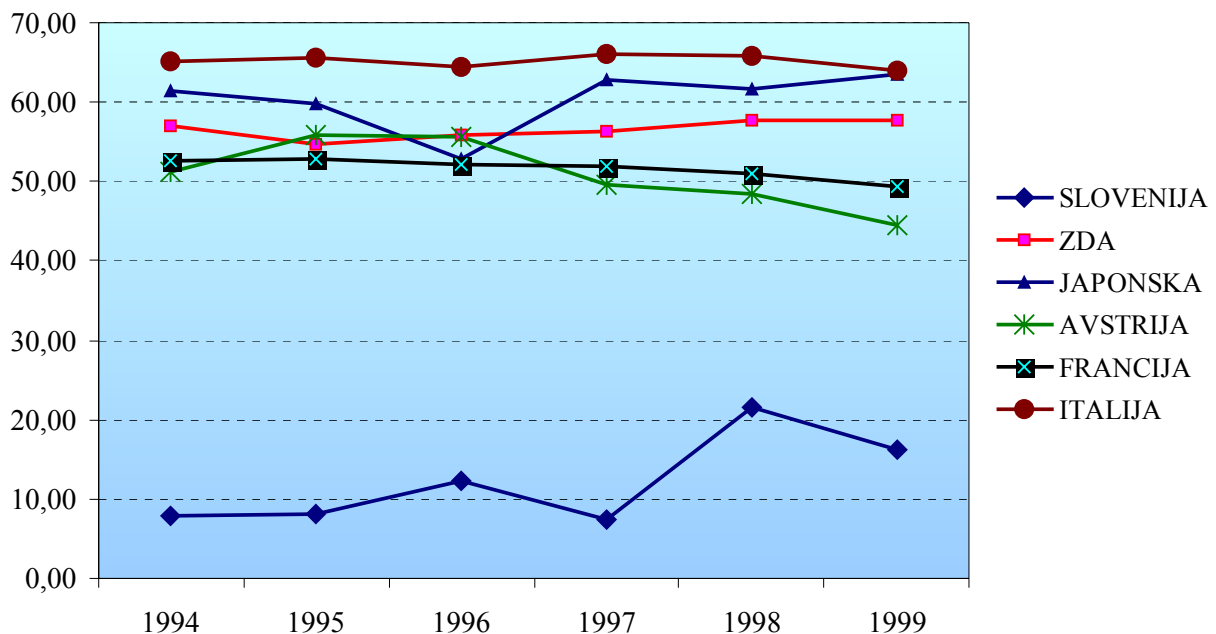
Na začetku diplomskega dela sem predpostavila, da so slovenska podjetja v primerjavi s podobnimi podjetji v tujini v povprečju manj zadolžena. Tekom analize sem že dokazala, da to drži, vendar bom trditev potrdila še z analizo strukture kapitala v izbranih panogah v tujini. Na enak način, kot sem to naredila za panoge v Sloveniji, torej po formuli 3.4 (na str. 19), bom izračunala kazalnike zadolženosti še za obravnavane panoge v ZDA, Avstriji, Franciji, Italiji in na Japonskem. Podatke o računovodskih izkazih za izbrane države za posamezno panogo sem dobila v bazi podatkov BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised), toda samo za obdobje 1994-1999, zato bom naredila primerjavo panog med Slovenijo in tujino le za to obdobje. Iz analize bom izpustila panogo farmacije, ker v bazi

BACH ni na voljo podatkov, ki bi bili ločeni za farmacijo, in zato niso primerljivi s podatki v Sloveniji.

Podatki iz baze BACH, ki sem jih primerjala s slovensko panogo hrane in pijače, vključujejo podjetja za proizvodnjo hrane, pijače in tobaka. Ta panoga je med klasifikacijo panog v BACH najbolj primerljiva s slovensko panogo hrane in pijače. Na Sliki 12 (str. 31) je prikazana primerjava stopnje zadolženosti podjetij v panogi hrane in pijače v Sloveniji in v izbranih državah.

Opazimo lahko, da je v vseh izbranih državah stopnja zadolženosti visoka, in sicer nekajkrat višja kot v Sloveniji. V panogi hrane in pijače ima Italija najvišjo zadolženost, Francija in Avstrija pa poleg Slovenije najnižjo. Italijanska podjetja imajo stopnjo zadolženosti vsa proučevana leta nad 60%. Stopnje zadolženosti v tujini se gibljejo med 50 in 65%. V Sloveniji so te precej nižje. To pomeni, da dolgoročne obveznosti skupaj s kratkoročnimi obveznostmi iz financiranja, predstavljajo v tujini večinski delež v celotnih obveznostih podjetja. V Sloveniji stopnja zadolženosti v obdobju narašča, v tujini pa so le-te v proučevanem obdobju stabilne, le zadolženost avstrijskih podjetij rahlo upada. Stabilna stopnja zadolženosti v obdobju bi lahko pomenila, da imajo managerji v tujih podjetjih že izoblikovano finančno politiko in ji sledijo skozi vsa leta, v Sloveniji pa jo verjetno še postavljajo.

Slika 12: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti podjetij v panogi hrane in pijače v izbranih državah v letih 1994-1999



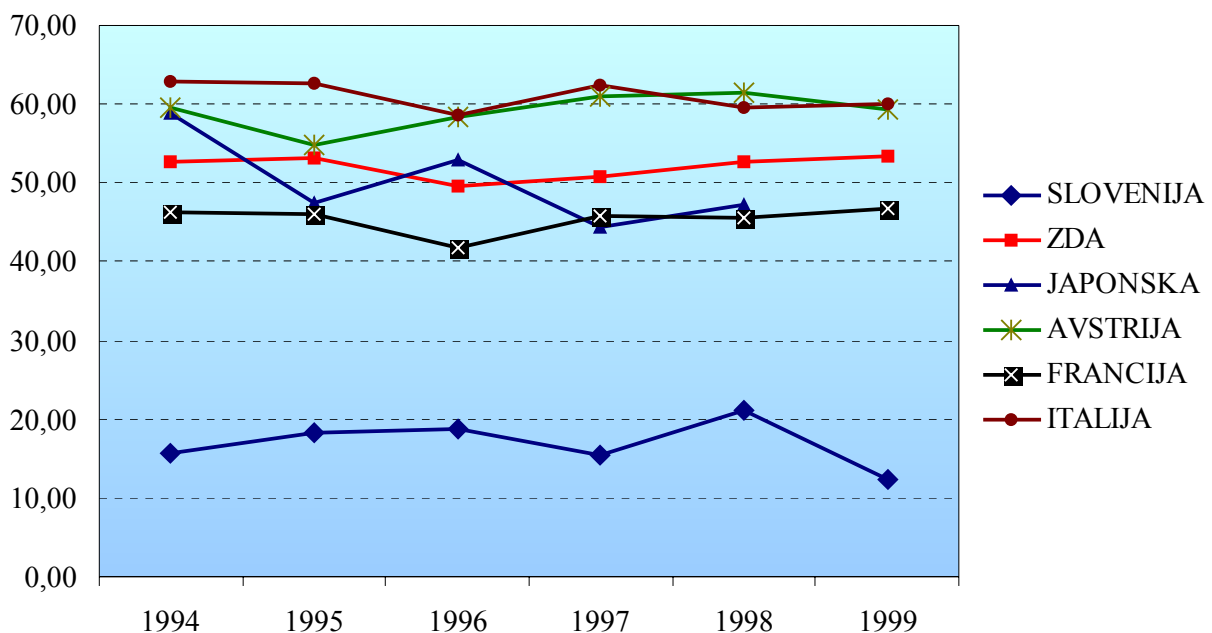
Vir podatkov: Tabela 5, str. 22 in BACH, 2001.

Naslednja panoga, katere podatki so na voljo v bazi BACH, je panoga kemije. Na Sliki 13 (str. 32) so podane stopnje zadolženosti kemičnih podjetij v Sloveniji in v izbranih državah v danem obdobju. Tudi v tej panogi je stopnja zadolženosti podjetij v tujini nekajkrat višja od

stopnje zadolženosti slovenskih kemičnih podjetij. Tudi v sektorju kemije so italijanska podjetja med obravnavanimi najbolj zadolžena. Podatki za Japonsko za leto 1999 v bazi BACH niso na voljo.

Italijanska podjetja imajo stopnjo zadolženosti okrog 60%, podobno so zadolžena tudi avstrijska podjetja. Zelo stabilno stopnjo zadolženosti na nivoju 50% v izbranem obdobju imajo ameriška kemična podjetja. Francoska podjetja so med tujimi najnižje zadolžena, in sicer med 40 in 50%. V vseh raziskanih državah je stopnja zadolženosti v proučevanem obdobju stabilna. Večja nihanja v zadolženosti beležijo le japonska podjetja. Tudi v Sloveniji ne morem opaziti večjih gibanj v stopnji zadolženosti v danem obdobju, vendar je stopnja zadolženosti nižja kot v tujini.

Slika 13: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti podjetij v panogi kemije v izbranih državah v letih 1994-1999



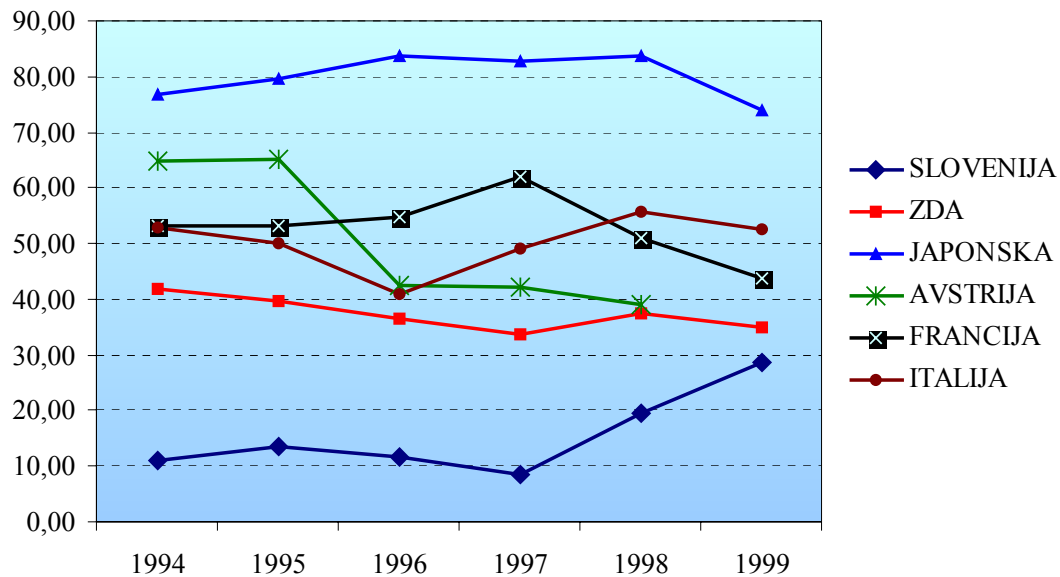
Vir podatkov: Tabela 6, str. 23 in BACH, 2001.

V bazi podatkov BACH so ločeno podani podatki o računovodskih bilancah tudi za panogo energije in vode, ki vključuje naftno-predelovalno dejavnost, zato sem jo primerjala s panogo nafte in plina v Sloveniji. Na Sliki 14 (str. 33) je prikazana zadolženost podjetij v naftni industriji v Sloveniji in v ostalih izbranih državah v obdobju 1994-1999.

V tej panogi že lahko zasledim večje razlike v stopnji zadolženosti med izbranimi državami. Najbolj zadolžena država med izbranimi v panogi energije in vode je Japonska, ki ima povprečno zadolženost nad 80%. ZDA pa ima, poleg Slovenije, najnižjo povprečno zadolženost podjetij v dani panogi, in sicer približno 35%. Leta 1999 se je stopnja zadolženosti v Sloveniji že delno približevala ravni zadolženosti podjetij v ZDA. Italijanska in francoska podjetja imajo stopnjo zadolženosti med 40 in 60%. Povprečna zadolženost

podjetij v izbranem sektorju v Avstriji v obdobju od leta 1994 do 1998 pada. Za leto 1999 podatkov za Avstrijo ni na voljo. V primerjavi z zgornjima panogama, torej kemijo ter hrano in pijačo, bi na podlagi podatkov lahko sklepala, da podjetja v naftni industriji verjetno nimajo izoblikovane stabilne finančne politike, saj se stopnja zadolženosti v državah v proučevanem obdobju spreminja bolj kot v zgoraj omenjenima panogama.

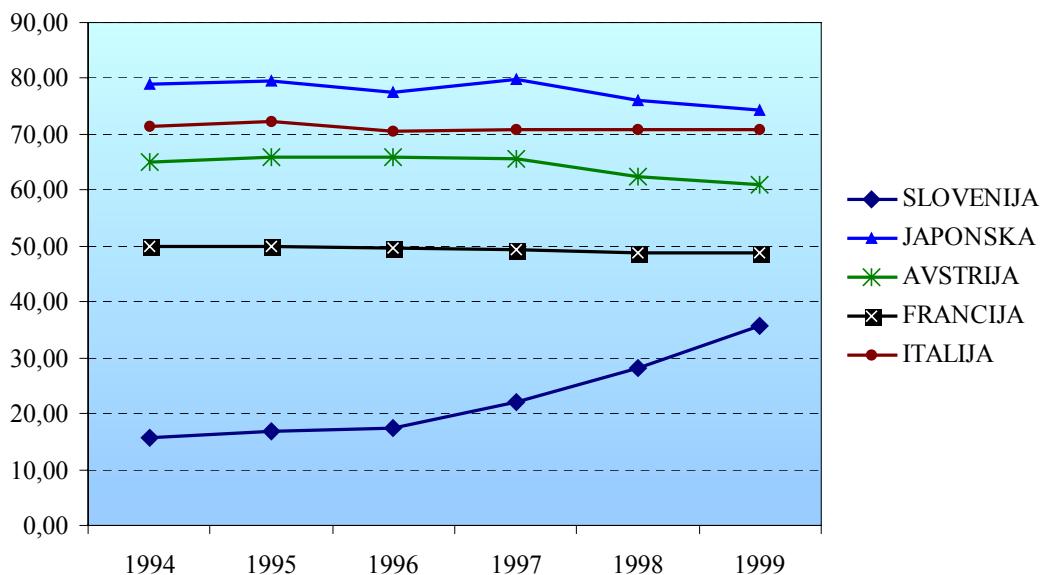
Slika 14: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti podjetij v panogi energije in vode v izbranih državah v letih 1994-1999



Vir: Tabela 7, str. 25 in BACH, 2001.

V bazi BACH so na voljo tudi podatki za trgovino. Na Sliki 15 (spodaj) so podani podatki o povprečni zadolženosti podjetij v Sloveniji, Avstriji, Italiji, Franciji in na Japonskem za obdobje 1994-1999 za panogo trgovine.

Slika 15: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti podjetij v panogi trgovine v izbranih državah v letih 1994-1999



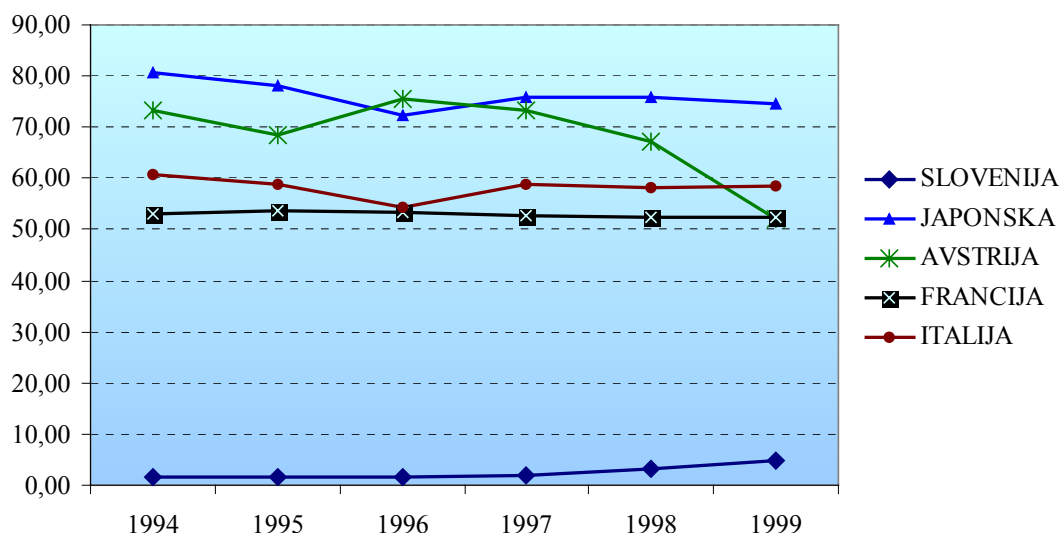
Vir: Tabela 8, str. 27 in BACH, 2001.

Tako kot v panogi energije so tudi v panogi trgovine najbolj zadolžena podjetja na Japonskem. Nekoliko nižjo povprečno zadolženost imajo podjetja v Italiji, sledijo jim avstrijska in francoska podjetja. Slovenska podjetja imajo tudi v panogi trgovine najnižjo povprečno stopnjo zadolženosti v primerjavi s tujino. V vseh opazovanih državah razen v Sloveniji imajo podjetja v panogi trgovine v povprečju stalno stopnjo zadolženosti skozi izbrano obdobje. Podatki za panogo trgovine v ZDA niso na voljo v bazi BACH.

V panogi trgovine so razlike v zadolženosti med državami največje. Japonska trgovska podjetja imajo v primerjavi z ostalimi državami najvišjo stopnjo zadolženosti, ki je vsa leta na visokem nivoju okrog 80%. Nekoliko nižjo zadolženost, to je na nivoju 70%, imajo italijanski trgovci. Sledijo avstrijska podjetja, ki so v danem obdobju zadolžena med 60 in 65%. Zelo stabilno stopnjo zadolženosti, in sicer na nivoju 50%, imajo francoska podjetja. Na podlagi podatkov o panogi trgovine v izbranih državah v danem obdobju bi lahko sklepala, da imajo managerji v trgovskih podjetjih v povprečju izoblikovano finančno politiko in ji vsa leta sledijo. Izjema je Slovenija, ker ji stopnja zadolženosti v obdobju narašča. Le-ta se približuje ravni zadolženosti francoskih podjetij.

Zadnja panoga, ki je predmet proučevanja, je panoga transporta. Tudi za to panogo lahko najdemo podatke v bazi BACH. Na Sliki 16 (str. 35) so podatki o povprečni zadolženosti podjetij v panogi transporta v izbranih državah za obdobje 1994-1999. Daleč najnižja zadolženost v panogi transporta je v Sloveniji, in sicer med 2 in 7%. Najvišjo zadolženost imata Japonska in Avstrija, vendar v Avstriji zadolženost v letih 1998 in 1999 upada. V Avstriji in na Japonskem je povprečna zadolženost podjetij v transportu zelo visoka, in sicer med 70 in 80%. Ta podjetja v Franciji in Italiji imajo nekoliko nižjo zadolženost, ta je med 50% in 60%. Za ZDA podatkov ni na voljo v bazi BACH. Tudi v panogi transporta se podjetjem v tujini stopnja zadolženosti v raziskanem obdobju močno ne spreminja, kar bi lahko nakazovalo na stabilno finančno politiko managerjev.

Slika 16: Gibanje povprečne stopnje zadolženosti podjetij v panogi transporta v izbranih državah v letih 1994-1999



Vir: Tabela 9, str. 28 in BACH, 2001.

Povprečna stopnja zadolženosti v obravnavanem obdobju je torej v vseh proučevanih panogah najnižja v Sloveniji. Dejavniki gospodarskega okolja so torej verjetno eni od poglobitnih, ki vplivajo na nižjo stopnjo zadolženosti slovenskih podjetij v primerjavi s tujimi. Opozoriti moram še na nekaj dejavnikov, ki bi lahko povzročili tako velike razlike v stopnji zadolženosti med slovenskimi in tujimi podjetji, in sicer:

- razlike v računovodskih standardih. Podatki za slovenska podjetja so vzeta iz baze Ibon 2002, ki je v skladu z slovenskimi računovodskimi standardi, medtem ko so podatki za tujino v skladu z mednarodnimi standardi in so vzeti iz baze BACH. Podatkov nisem prilagajala na skupne standarde, zato so primerjave med državami lahko popačene in ne dajejo realne slike.
- Stopnjo zadolženosti sem za tujino in za Slovenijo izračunala po formuli 3.4 (na str. 19). Ker sem tudi v izračunu za tujino vključila kratkoročne obveznosti iz financiranja, so podatki za tujino lahko precenjeni. Realnejša slika stopnje zadolženosti tujih podjetij bi bila, če bi v izračunu upoštevala samo dolgoročne obveznosti.
- Tuja podjetja, na katerih sem naredila analizo strukture kapitala, so po velikosti v povprečju večja od slovenskih analiziranih podjetij. V skladu s teorijo to takoj pomeni višjo stopnjo zadolženosti tujih podjetij nasproti našim.
- Razlike v zadolženosti med državami so posledica različnih institucionalnih ureditev, pravnega okolja, prisotnosti bank v podjetjih (npr. Japonska) ter razvitosti trga kapitala (Rajan, Zingales, 1995, str. 1422).

3.4 DEJAVNIKI GOSPODARSKEGA OKOLJA

Pri proučevanju stopnje zadolženosti podjetij sem v splošnem ugotovila, da so se le-ta v začetku izbranega obdobja večinoma financirala z lastniškim kapitalom, enako kot sem predpostavljala na začetku analize. Tekom danega obdobja pa se je večina panog oziroma podjetij pospešeno zadolževala. Za vsako posamezno panogo sem na kratko predstavila dejavnike, ki vplivajo na višino zadolženosti. Proučila sem dejavnike, ki so povezani s posameznimi panogami. V tej točki pa bom predstavila dejavnike gospodarskega okolja, ki vplivajo na vse dejavnosti hkrati. Ugotovila sem, da so slovenska podjetja v primerjavi s tujimi veliko manj zadolžena, zato bom predpostavila, kaj bi lahko vplivalo na njihovo nizko stopnjo zadolženost. V Tabeli 10 (str. 36) je prikazan vpliv dejavnikov gospodarskega okolja na strukturo kapitala.

Tabela 10: Vpliv dejavnikov okolja na obseg dolžniških vrednostnih papirjev

| Dejavnik | Sprememba obsega dolžniških vrednostnih papirjev pri povečanju dejavnika |
|------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| Davčne stopnje delniških družb | + |
| Davčne stopnje osebnih davkov | - |
| Inflacija | + |
| Ponudba neobdavčenih obveznic delniških družb | + |
| Ponudbe obdavčenih obveznic nedelniških družb | - |

Vir: Mramor, 1991, str. 121.

3.4.1 Davčne stopnje

Davčna stopnja je eden od dejavnikov, ki določa strukturo kapitala. V Sloveniji je v primerjavi s tujino davek na dobiček pravnih oseb nižji. Pri nas znaša osnovna davčna stopnja davka od dobička gospodarskih družb 25%. V Evropski uniji pa se davčne stopnje na dobiček podjetij gibljejo med 30 in 40 % (glej Priloga 2). Večji davki torej spodbujajo podjetje k večjemu zadolževanju in izkoriščanju davčnega ščita. V Sloveniji nižje davčne stopnje pomenijo manj koristi od davčnega ščita, zato se tudi verjetno manj zadolžujejo. Po teoriji torej stroški finančne stiske in stroški agentov prej izničijo koristi davčnega ščita.

Dejanske ali efektivne davčne stopnje so nižje od osnovne davčne stopnje zaradi davčnih olajšav. Država z davčno politiko v Sloveniji spodbuja dolgoročne naložbe podjetij. Tako si podjetja lahko znižajo svojo davčno osnovo tudi brez financiranja z dolgom. To naši državi še dodatno znižuje koristi, ki jih prinaša davčni ščit iz naslova zadolžitve.

Investitorji plačujejo za realizirane donose lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev davke, ki jih določamo na podlagi osebne davčne stopnje. V Sloveniji poznamo davek na kapitalske dobičke in davek na prejete dividende.

3.4.2 Struktura lastnikov, lastninjenje in dokapitalizacija

Avtorji, kot so npr. Harris in Raviv (1991), Myers in Majluf (1984) ter Krasker (1986), so dokazali, da izdaja novih delnic in dokapitalizacija, pomenita negativen signal za ceno vrednostnih papirjev oziroma izdaja dolga pozitiven signal, ter da v podjetjih dajejo prednost izdaji dolga pred izdajo novih delnic. Tako se tudi v skladu s teorijo vrstnega reda podjetja za financiranje najprej poslužujejo notranjih virov financiranja – zadržanih dobičkov, nato povečanja dolga in šele na koncu izdaje novih lastniških vrednostnih papirjev (Myers, 1984, str. 581). Teorijo podpira tudi praksa, saj managerji v ZDA kot prvi možni vir financiranja s

kar 84,3% uvrščajo notranji kapital (zadržane dobičke), z 39,7%, kot zadnji možni vir financiranja pa uporabljajo izdajo lastniških vrednostnih papirjev (Krajnović, 1996a, str. 7). Zagovorniki teorije vrstnega reda torej dajejo prednost notranjemu financiranju pred financiranjem z dolgom in izdajo novih delnic. Tako bodo dobičkonosna podjetja zadržala dobičke in izdala nove vrednostne papirje le v primeru, ko notranji viri ne zadostujejo.

Dejavnik, ki bi v Sloveniji kot državi v tranziciji, lahko vplival na oblikovanje strukture kapitala, je struktura lastništva. Proces lastninjenja in privatizacija sta določila začetno strukturo lastništva slovenskih podjetij. V večini podjetij se še vedno pojavlja kot lastnik država v obliki državnih skladov. Posledica lastninjenja pa je tudi velika razpršenost strukture lastništva. Prevladujejo notranji lastniki pred zunanjimi, ki dajejo prednost izplačilu dividend pred zadržanjem dobička in dolgoročnim povečanjem vrednosti podjetja in tako omejujejo njegove možnosti notranjega financiranja. Proces lastninjenja je pomenil začetno prekapitalizacijo slovenskih podjetij. Podjetja so se financirala večinoma z lastniškim kapitalom. Struktura lastništva in manjše možnosti notranjega financiranja bi lahko bila dejavnika, ki sta spodbudila podjetja k zadolževanju. Stopnja zadolževanja je v primerjavi s tujino verjetno še vedno tako nizka zaradi začetne prekapitaliziranosti ter nizke zadolženosti podjetij v Sloveniji.

Ker je slovenski finančni sistem bančno orientiran, lahko pričakujemo, da se bo čez čas razpršenost lastništva zmanjševala in skoncentrirala v rokah investicijskih skladov, ki jih upravljajo predvsem banke. V interesu skladov je, da povečujejo vrednost delnic, zato bodo omogočili podjetjem vodenje dolgoročno usmerjene finančne politike (Krajnović, 1996, str. 17-18). V prihodnosti bi zato morda lahko pričakovali, da se bo zadolženost podjetij še povečevala, vendar postopoma ustalila.

Teorija vrstnega reda daje na zadnje mesto izdajo novega kapitala. V Sloveniji prave dokapitalizacije na temelju dobrih poslovnih rezultatov še ni bilo. Pritok svežih sredstev je za podjetje seveda zaželen, toda velikokrat dokapitalizacija ni smiselna. Podjetja v Sloveniji so večinoma nizko zadolžena, to je lahko tudi eden od razlogov, da imajo v povprečju nizko dobičkonosnost kapitala. Le redka borzna podjetja dosegajo dobičkonosnost nad 10 odstotki. Zaradi nizke zadolženosti podjetij, kot so Lek, Petrol in podobnih, ne moremo pričakovati njihove dokapitalizacije, medtem pa so nekatera borzna podjetja celo znižala vrednost osnovnega kapitala.

V letu 2002 so podjetja v Sloveniji dokapitalizacijo izkoriščala za prevzem položaja največjega lastnika. Podjetja so se dokapitalizirala tudi zaradi namena pripojitev in kapitalskih povezav. Večina dokapitalizacij pa je bila uresničena zaradi uravnavanja kapitalske ustreznosti v zavarovalnicah. Naj naštejem nekaj primerov. Interbrew bi lahko s povečanjem kapitala postal večinski lastnik Pivovarne Union. Pivovarna Laško je z dokapitalizacijo dobila novega največjega delničarja, banko NLB. Motomedio je dokapitalizirala Burda in postala 80% lastnik. Vsi zgoraj naštet primeri dokapitalizacije so bili zaprtega tipa. Podjetja so prevzemale samo izbrane pravne osebe. V Sloveniji prevladuje praksa, da širša javnost v dokapitalizaciji še ne more sodelovati (Štajner, 2002, str. 18). Prave dokapitalizacije torej v Sloveniji še ni bilo, cene delnic pa se na objavo o dokapitalizaciji tudi ne odzivajo. V tujini to pomeni negativen signal in povzroči takojšen padec cene delnice, kar

pa v Sloveniji ni primer. V Tabeli 11 (str. 38) so podane dokapitalizacije po namenu v letu 2002.

Tabela 11: Dokapitalizacije v letu 2002

| Namen dokapitalizacije | Podjetje | Največji dokapitalizator | Skupna vrednost (v mio SIT) |
|--------------------------------|-------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| Kapitalska ustreznost | SKB banka | Societe Generale | 16.351 |
| | Zavarovalnica Triglav | / | 7.500 |
| | Zavarovalnica Maribor | Nova KBM | 7.100 |
| | Slovenica | KD Group | 2.783 |
| | Zavarovalnica Tilia | Pozavarovalnica Sava | 852 |
| Širitev poslovanja | Pivovarna Laško | NLB | 13.300 |
| | Terme Čatež | DZS | 3.600 |
| | Probanka | Perutnina Ptuj | 1.300 |
| | Hoteli Morje | Istrabenz | 768 |
| | Zavarovalnica Concordia | Zavarovalnica Triglav | 130 |
| Prevzem ali pripojitvev | Perutnina Ptuj | Lastniki Jate | 8.285 |
| | Pivovarna Union | Interbrew | 7.650 |
| | Terme 3000 | KK Ptuj in lastniki Terme Ptuj | 710 |
| | Abanka | Lastniki Banke Vipa | 536 |
| | Motomedia | Burda | 273 |

Vir: Štajner, 2002, str. 18.

V povprečju cena delnice ob objavi izdaje novih delnic pade. To dejstvo so potrdili v raziskavah, npr. Korwar (1981). V nasprotju s tujino, cena delnice v Sloveniji ob objavi izdaje nove serije kapitala ne reagira negativno.

3.4.3 Značilnosti trga kapitala

Trg kapitala kot dejavnik določanja strukture kapitala je bil proučevan v številnih študijah (npr. Rajan, Zingales, 1995). Rezultati so pokazali močno korelacijo med razvitostjo trga kapitala in zadolženostjo podjetij. Podjetja so v kapitalsko usmerjenih gospodarstvih v povprečju manj zadolžena kot podjetja v bolj bančno usmerjenih gospodarstvih. Slovenijo uvrščamo med slednja gospodarstva. To potrjuje tudi anketa, ki jo je naredil Bešter (1999, str. 46) in ugotovil, da bi se 75% anketiranih slovenskih podjetij odločilo za bančni kredit pred dolžniškimi vrednostnimi papirji. Toda v analizi strukture kapitala je očitno, da so naša podjetja med manj zadolženimi, zato ne morem trditi, da je to prevladujoč dejavnik. Strukturo kapitala pri nas torej določajo še drugi dejavniki.

Naslednja značilnost, ki določa trg kapitala, so na trgu veljavne obrestne mere. V Sloveniji so obrestne mere visoke, vendar pa se znižujejo (glej Tabelo 12, na str. 39). V prihodnosti se bodo obrestne mere še znižale zaradi privatizacije bank, odprave TOM-a oziroma indeksacije.

Višje obrestne mere v primerjavi s tujino, čeprav se večja slovenska podjetja že zadolžujejo v tujini, lahko tako prispevajo k nižji zadolženosti slovenskih podjetij v primerjavi s tujino in manjši privlačnosti financiranja z dolgom. Visoka obrestna mera vpliva na višje pričakovane stroške finančne stiske in tako posledično na nižjo zadolženost podjetja.

Eden od razlogov, da se je večina podjetij v proučevanem obdobju pospešeno zadolževala, je vsekakor lahko tudi padanje obrestnih mer v gospodarstvu. Kratkoročne realne obrestne mere so namreč v izbranem obdobju padle za 11 odstotnih točk, dolgoročne pa za 11,8 odstotnih točk.

Tabela 12: Povprečne realne obrestne mere bank

| Leto | Kratkoročna posojila v gospodarstvu | Dolgoročna posojila v gospodarstvu |
|------|-------------------------------------|------------------------------------|
| 1994 | 16,9 | 16,3 |
| 1995 | 13,9 | 13,0 |
| 1996 | 11,7 | 10,7 |
| 1997 | 10,3 | 8,9 |
| 1998 | 6,9 | 5,5 |
| 1999 | 5,7 | 4,1 |
| 2000 | 6,2 | 4,2 |
| 2001 | 5,9 | 4,5 |

Vir: Bilten Banke Slovenije, 2002, str. 40.

Za vse obravnavane panoge v Sloveniji torej opazimo, da je stopnja zadolženosti nižja, kot je le-ta v primerljivih panogah v tujini. Razlog za to je v veliki meri gospodarsko okolje, v katerem delujejo podjetja. Ugotovila sem, da ima Slovenija eno nižjih davčnih stopenj na davek od dobička pravnih oseb, kar znižuje zadolževanje. Trg kapitala je še precej nerazvit in neučinkovit, obrestne mere so visoke, velik vpliv ima tudi proces lastninjenja, ki je določil strukturo lastništva in začetno prekapitaliziranost. Vse to vpliva na nižjo zadolženost slovenskih podjetij v primerjavi s tujimi. Trend zadolževanja je naraščajoč. Slovenijo lahko opredelimo kot bančno orientirano gospodarstvo, zato bi lahko trdila, da se bo trend povečevanja zadolževanja podjetij v prihodnosti verjetno še nadaljeval.

4. SKLEP

Kako torej podjetja določajo svojo strukturo kapitala? Teorija nam ni ponudila popolnega odgovora na to vprašanje. V prvem delu diplomske naloge sem predstavila razvoj teorije strukture kapitala, od prelomne Modigliani-Millerjeve 'ni čudežev v zadolževanju' teorije, kot jo je poimenoval Myers (1984, str. 575), do bolj dinamične teorije vrstnega reda. Postavljenih je bilo torej mnogo teorij in podanih mnogo pogledov na strukturo kapitala in kaj bi le-te

lahko pomenile za zadolževanje podjetja, toda mnoge niso našle potrditve v praksi. Številni avtorji so teorije strukture kapitala poskušali 'prevesti' v nasvete managerjem, toda izkazalo se je, da le-te ne pojasnjujejo dejanskega finančnega obnašanja. Kako lahko potem dajemo nasvete managerjem o optimalni strukturi kapitala na podlagi teorije strukture kapitala, ko pa le-ta ne pojasni dejanskega obnašanja?

Začetno Modigliani-Millerjevo teorijo o neodvisnosti tržne vrednosti podjetja od strukture kapitala so kasneje dopolnile teorije, ki so upoštevale predpostavke realnega sveta, torej so opuščale predpostavko popolnega trga kapitala, na kateri je bila postavljena MM teorija. Prva se je razvila teorija, ki upošteva podjetniške davke in trdi, da ima podjetje največjo vrednost pri 100% zadolžitvi. Teorijo s podjetniškimi davki je dopolnil Miller (1977), ko je uvedel še osebne davke in določil optimalno ponudbo dolžniških vrednostnih papirjev za sektor kot celoto. Povečanje zadolževanja v podjetju pa ne pomeni samo koristi, ki jih prinaša davčni ščit, temveč tudi stroške. Ti stroški so stroški finančne stiske in stroški agentov. Razvila se je torej 'tradeoff' teorija oziroma teorija glavnega toka. Teorija glavnega toka postavi optimalno strukturo kapitala s tehtanjem prednosti in stroškov financiranja z dolgom. Vse zgoraj opisane teorije je Myers (1984, str. 576) poimenoval kot statično teorijo. Nasproti tej teoriji je postavil teorijo vrstnega reda, ki govori, da podjetje za financiranje uporabi tiso vrsto financiranja, ki je za podjetje najvarnejša.

Vse zgodbe o strukturi kapitala se slišijo možne in pravilne, toda kaj nam pomagajo, ko pa ne pojasnjujejo finančnega obnašanja podjetij. To pomeni, da preden bi lahko dajali nasvete managerjem, potrebujemo boljšo teorijo, ki bi mogoče združevala zaključke teorije glavnega toka in teorije vrstnega reda, statično in dinamično teorijo.

Na papirju torej lahko za vsako podjetje določimo optimalno strukturo kapitala, toda v realnosti podjetja tej ne sledijo. Poleg tega pa na strukturo kapitala vpliva še vrsta drugih dejavnikov, ki jih je težko ovrednotiti in upoštevati pri izračunih optimalne strukture kapitala. Dejavniki so še velikost in dobičkonosnost podjetja, tveganost okolja, poslovne možnosti, vrsta dejavnosti, gospodarsko okolje, obnašanje managerjev itd.

Namen analize strukture kapitala ni bil določiti optimalno strukturo kapitala podjetij v Sloveniji, temveč prikazati, v katero smer se je gibala zadolženost izbranih podjetij v letih od 1994 do 2001. Predpostavila sem, da so bila slovenska podjetja na začetku proučevanega obdobja prekapitalizirana predvsem zaradi procesa lastninjenja in gospodarskega okolja. Toda zadolženost naj bi se tekom raziskanega obdobja v povprečju po podjetjih povečevala.

Z analizo šestih izbranih dejavnosti sem ugotovila, da se povprečna zadolženost po panogah ali ni spreminjala ali pa se je povečevala. Največjo rast zadolženosti v danem obdobju so zabeležile panoge hrane in pijače, nafte in plina ter panoga trgovine. Manjšo rast sem opazila pri panogi transporta. Zadolženost se ni spreminjala v panogi farmacije in kemije. Panogi z najnižjo zadolženostjo sta panogi transporta in farmacije. Nekoliko višjo povprečno zadolženost v proučevanem obdobju ima panoga kemije, sledi ji panoga hrane in pijače. Najbolj zadolženi pa sta panogi nafte in plina, še posebej pa panoga trgovine.

Ko sem primerjala izbrane panoge s podobnimi v tujini, sem opazila, da so slovenska podjetja v vseh primerih v povprečju manj zadolžena kot podjetja v tujini. Zadolženost podjetij v tujini se v proučevanem obdobju ni močno spreminjala, to bi lahko pomenilo, da tamkajšnja podjetja vzdržujejo stalno strukturo kapitala in sledijo postavljeni finančni politiki. Povprečna zadolženost se je v panogi trgovine ter nafte in plina uspela približati ravni zadolženosti tujih podjetij. V izbranem obdobju je bila povprečna stopnja zadolženosti v vseh panogah med danimi državami najnižja v Sloveniji. Razlog za to je verjetno gospodarsko okolje, v katerem poslujejo podjetja. Nerazvit trg kapitala, visoke obrestne mere, proces privatizacije in lastniška struktura podjetij ter nižje davčne stopnje na davek od dobička pravnih oseb so še drugi dejavniki, ki verjetno določajo nižjo zadolženost slovenskih podjetij v primerjavi s tujimi.

Če primerjam strukturo kapitala v tujini s strukturo kapitala podjetij v Sloveniji, bi na podlagi velikih razlik v stopnji zadolženosti med Slovenijo in tujino, lahko sklepal, da se bo zadolženost slovenskih podjetij v prihodnosti še povečevala. Toda ali se bo to dejansko zgodilo je v veliki meri odvisno od odločitev managerjev v podjetju in njihovega mnenja o ciljni strukturi kapitala podjetja. Poleg tega je slovenski trg specifičen in ga ne moremo primerjati z razvitimi zahodnimi trgi. Rast zadolževanja se bo verjetno v panogah nafte in plina, hrane in pijače ter trgovini postopoma ustalil. V panogi farmacije in transporta pa ne bi mogli pričakovati rasti zadolževanja v bližnji prihodnosti, saj imata kot dobičkonosni panogi dostop do lastnih virov financiranja in kot taki za zdaj nimata potrebe po večjem zadolževanju.

5. LITERATURA

1. Anderson J. Michael, Betker L. Brian: Liquidation Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, North Holland, 39 (1995), september, str. 45-69.
2. Barclay Michael J., Smith Clifford W., Watts Ross L.: The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, Bank of America, 7 (1995), 4, str. 4-19.
3. Berens James L., Cuny Charles J.: The Capital Structure Puzzle Revisited. *The Review of Financial Studies*, B.k., 8 (1995), 4, str. 1185-1208.
4. Berger Philip G., Ofek Eli, Yermack David L.: Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *Journal of Finance*, New York, 52 (1997), 4, str. 1411-1438.
5. Bešter Janez: Prezvemi podejtij po privatizaciji. Razvoj trga kapitala v Sloveniji. Ljubljana : Central&Eastern European Privatization Network, 1999. 101 str.
6. Bowen Robert M., Daly Lane A., Huber Charles C.: Evidence on the Existance and Determinants of Inter-industry Differences in Leverage. *Financial Management*, B.k., 11 (1982), str. 10-20.
7. Bradley Michael, Jarrell Gregg in Kim E. Han: On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, New York, 39 (1984), 3, str. 857-878.
8. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C., Ehrhardt Michael C.: *Financial Management: Theory and Paractice*. Ninth Edition. Orlando : Dryden Press, 1999. 1087 str., 82 prl.
9. DeAngelo Harry, Masulis Ronald W.: Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *The Journal of Financial Economics*, North Holland, 8 (1980), str. 3-29.
10. Donaldson Gordon: *Corporate Debt Capacity*. Boston: Division of Research, Harvard School of Business Administration, 1961. 121 str.
11. Harris Milton, Raviv Arthur: The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, New York, 46 (1991), 1, str. 297-355.
12. Homafair Ghassem, Zietz Joachim, Benkato Omar: An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, Oxford, 21 (1994), 1, str. 1-14.
13. Jensen Michael C., Meckling William: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, North Holland, 3 (1976), str. 305-360.
14. Joksimović Boris: Optimalna struktura kapitala slovenskega podjetja. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 106 str., 22 prl.

15. Kester Carl W.: Capital and Ownership structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, B.k., (1986), str. 5-16.
16. Korwar A. N.: The effect of New Issues of Equity: An Empirical Examination. Working Paper. Los Angeles : University of California, 1981. 70 str.
17. Krajnović Edita K.: Analiza dejavnikov optimalne strukture kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996. 107 str., 16 prl.
18. Krajnović Edita K.: Dejavniki optimalne strukture kapitala podjetij v Sloveniji. Delovni zvezki. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1996a, 8, 21 str.
19. Krasker William: Stock Price Movements in Response to Stock Issues under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, New York, 41 (1986), str. 93-105.
20. Long Michael, Malitz Ileen, The Investment-financing Nexus: Some Empirical Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, B.k., 3 (1985), str. 53-59.
21. Miller Merton H.: Debt and Taxes. *Journal of Finance*, New York, 32 (1977), 5, str. 261-275.
22. Modigliani Franco, Miller Merton: The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, Nashville, 48 (1958), 3, str. 261-297.
23. Modigliani Franco, Miller Merton: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. *American Economic Review*, Nashville, 53 (1963), 3, str. 433-443.
24. Mramor Dušan: Finančna politika podjetja. Ljubljana : Gospodarski Vestnik, 1991. 148 str.
25. Myers Stewart C., Majluf S. Nicholas: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, North Holland, 13 (1984), str 187-221.
26. Myers Stewart C.: The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, New York, 39 (1984), 3, str. 575-592.
27. Narayanan M.: Debt Versus Equity under Asymmetric Information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, B.k., 23 (1988), str. 39-51.
28. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi: What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, New York, 50 (1995), 5, str. 1421-1460.
29. Ribnikar Ivan: Finančna in kapitalska struktura (podjetja). *Bančni Vestnik*, Ljubljana, september 2000, str. 54-56.
30. Ross Stephen A.: The Determinants of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, B.k., 8 (1977), 1, str. 23-40.

31. Shapiro A. C.: Modern Corporate Finance. New York : MacMillan Publishing Company, 1989. 982 str.
32. Štajner Matjaž: Prave dokapitalizacije so v Sloveniji redkost. Finance, Ljubljana, 172 (2002), str. 18.
33. Titman Sheridan, Wessels Roberto: The Determinants of Capital Structure Choice. Journal of Finance, New York, 43 (1988), 1, str. 1-19.

6. VIRI

1. Baza podatkov: Ibon 2002, Bonitete poslovanja za slovenska podjetja 1994-2001. 1995-2002 Noviforum.
2. Baza podatkov: Bank for the Accounts of Companies Harmonised-BACH, European Committee of Central Balance Sheet Data Offices (ECCB).
3. Bilten Banke Slovenije. Ljubljana : Banka Slovenije, september 2002. 105 str.
4. Davčna politika. (URL: <http://evropa.gov.si/evropomocnik/question/654-170/>), Urad vlade za informiranje, 26. 11. 2002.
5. Letno poročilo 2001. Koper : Istrabenz, 2002. 112 str.
6. Letno poročilo 2001. Ljubljana : Lek, 2002. 50 str.
7. Letno poročilo 2001. Ljubljana : Petrol, 2002. 137 str.
8. Letno poročilo 2001. Novo mesto : Krka, 2002. 63 str.
9. Predstavitev podjetja Mercator. (URL: <http://www.Mercator.si/podjetje/index.html>), Mercator, 20. 11. 2002.
10. Sestava panožnih indeksov. (URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Trgovanj/Menu/tr_tec.htm), SEO net, 16. 12. 2002.

PRILOGE

Priloga 1: Premoženjske bilance v strukturni obliki za obravnavane panoge za obdobje 1994-2001

Priloga 2: Davčne stopnje na dobiček podjetij v EU

Priloga 1: Premožensjske bilance v strukturni obliki za obravnavane panoge za obdobje 1994-2001

Tabela 1: Premožensjska bilanca v strukturni obliki za panogo farmacije v obdobju 1994-2001

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| A.) STALNA SREDSTVA | 60,64 | 60,68 | 60,61 | 56,68 | 57,68 | 57,10 | 55,91 | 57,96 |
| I. Neopredmetena dolgoročna sredstva | 0,13 | 0,19 | 0,20 | 0,38 | 0,32 | 0,32 | 0,22 | 1,01 |
| II. Opredmetena osnovna sredstva | 46,18 | 44,56 | 45,88 | 43,36 | 42,71 | 39,89 | 37,74 | 38,39 |
| III. Dolgoročne finančne naložbe | 14,19 | 15,59 | 13,94 | 12,39 | 12,58 | 12,58 | 13,96 | 14,48 |
| IV. Popravek kapitala | 0,15 | 0,35 | 0,59 | 0,55 | 2,08 | 0,00 | 3,98 | 4,08 |
| B.) GIBLJIVA SREDSTVA | 39,36 | 39,32 | 39,39 | 43,32 | 42,32 | 42,90 | 44,09 | 42,04 |
| I. Zaloge | 15,85 | 15,09 | 15,41 | 14,78 | 14,86 | 12,12 | 14,30 | 12,47 |
| II. Dolgoročne terjatve iz poslovanja | 0,04 | 0,03 | 0,03 | 0,02 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| III. Kratkoročne terjatve iz poslovanja | 11,95 | 13,30 | 14,84 | 20,38 | 19,65 | 21,42 | 19,17 | 20,87 |
| IV. Kratkoročne finančne naložbe | 10,77 | 10,03 | 8,52 | 6,79 | 7,65 | 8,60 | 8,87 | 7,91 |
| V. Denarna sredstva | 0,72 | 0,83 | 0,58 | 1,34 | 0,13 | 0,67 | 1,69 | 0,76 |
| VI. Aktivne časovne razmejitev | 0,02 | 0,03 | 0,01 | 0,01 | 0,03 | 0,07 | 0,05 | 0,03 |
| C.) SREDSTVA SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| A.) KAPITAL | 69,78 | 69,41 | 69,29 | 67,70 | 69,98 | 71,01 | 70,22 | 71,82 |
| B.) DOLGOROČNE REZERVACIJE | 16,02 | 15,20 | 13,01 | 14,54 | 12,15 | 12,55 | 10,87 | 11,13 |
| C.) DOLGOROČNE OBVEZNOSTI | 0,85 | 0,51 | 2,03 | 2,51 | 1,89 | 2,33 | 2,89 | 2,30 |
| Č.) KRATKOROČNE OBVEZNOSTI | 11,81 | 13,25 | 14,09 | 13,69 | 15,75 | 13,68 | 15,05 | 13,64 |
| I. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja | 9,15 | 8,42 | 8,95 | 9,88 | 8,28 | 9,05 | 10,97 | 9,72 |
| II. Kratkoročne obveznosti iz financiranja | 2,65 | 4,84 | 5,14 | 3,81 | 6,27 | 4,64 | 3,93 | 3,81 |
| D.) PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE | 1,54 | 1,63 | 1,58 | 1,56 | 1,43 | 0,43 | 1,12 | 1,23 |
| E.) OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Vir: Ibon 2002.

Tabela 2: Premoženjska bilanca v strukturni obliki za panogo hrane in pijače v obdobju 1994-2001

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| A.) STALNA SREDSTVA | 66,45 | 69,18 | 75,85 | 65,74 | 72,76 | 67,20 | 72,86 | 75,17 |
| I. Neopredmetena dolgoročna sredstva | 0,37 | 0,33 | 7,57 | 0,28 | 5,83 | 0,56 | 0,99 | 0,77 |
| II. Opredmetena osnovna sredstva | 61,22 | 62,50 | 40,76 | 58,80 | 41,43 | 59,77 | 52,75 | 48,36 |
| III. Dolgoročne finančne naložbe | 4,86 | 6,32 | 16,84 | 6,27 | 15,77 | 5,20 | 18,50 | 25,64 |
| IV. Popravek kapitala | 0,00 | 0,03 | 10,68 | 0,40 | 9,73 | 1,67 | 0,61 | 0,40 |
| B.) GIBLJIVA SREDSTVA | 33,55 | 30,82 | 28,72 | 34,26 | 30,26 | 32,80 | 27,14 | 24,83 |
| I. Zaloge | 11,23 | 11,96 | 14,56 | 11,18 | 12,31 | 9,27 | 8,34 | 7,47 |
| II. Dolgoročne terjatve iz poslovanja | 0,26 | 0,22 | 0,17 | 0,20 | 0,15 | 0,13 | 0,08 | 0,04 |
| III. Kratkoročne terjatve iz poslovanja | 14,97 | 14,24 | 13,20 | 13,72 | 11,07 | 14,61 | 12,88 | 12,52 |
| IV. Kratkoročne finančne naložbe | 6,26 | 3,86 | 15,47 | 8,51 | 19,25 | 8,23 | 5,23 | 4,18 |
| V. Denarna sredstva | 0,71 | 0,45 | 7,75 | 0,55 | 6,05 | 0,50 | 0,56 | 0,56 |
| VI. Aktivne časovne razmejitev | 0,12 | 0,09 | 6,78 | 0,09 | 5,55 | 0,05 | 0,05 | 0,05 |
| C.) SREDSTVA SKUPAJ | 100 | 100 | 89 | 100 | 92 | 100 | 100 | 100 |
| A.) KAPITAL | 77,67 | 76,83 | 76,38 | 79,36 | 68,69 | 72,03 | 70,04 | 64,22 |
| B.) DOLGOROČNE REZERVACIJE | 2,34 | 2,41 | 2,18 | 1,45 | 1,81 | 0,98 | 0,51 | 0,81 |
| C.) DOLGOROČNE OBVEZNOSTI | 1,78 | 1,97 | 4,37 | 2,75 | 6,55 | 3,75 | 4,72 | 11,16 |
| Č.) KRATKOROČNE OBVEZNOSTI | 16,88 | 18,29 | 12,84 | 15,30 | 19,76 | 22,54 | 24,16 | 23,27 |
| I. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja | 12,02 | 13,47 | 11,48 | 11,80 | 11,16 | 12,42 | 12,29 | 10,61 |
| II. Kratkoročne obveznosti iz financiranja | 4,87 | 4,82 | 6,35 | 3,50 | 12,35 | 10,13 | 11,86 | 12,66 |
| D.) PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE | 1,33 | 0,50 | 11,42 | 1,13 | 9,45 | 0,71 | 0,57 | 0,55 |
| E.) OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Vir: Ibon 2002.

Tabela 3: Premoženjska bilanca v strukturni obliki za panogo kemije v obdobju 1994-2001

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| A.) STALNA SREDSTVA | 70,19 | 69,55 | 66,35 | 65,25 | 74,01 | 72,57 | 73,15 | 65,47 |
| I. Neopredmetena dolgoročna sredstva | 0,19 | 0,21 | 0,18 | 0,14 | 0,14 | 0,15 | 0,31 | 0,22 |
| II. Opredmetena osnovna sredstva | 59,52 | 57,79 | 54,34 | 50,96 | 37,03 | 39,73 | 35,30 | 33,20 |
| III. Dolgoročne finančne naložbe | 10,47 | 11,55 | 11,67 | 13,40 | 34,79 | 31,08 | 36,94 | 30,85 |
| IV. Popravek kapitala | 0,00 | 0,00 | 0,16 | 0,74 | 2,05 | 1,60 | 0,61 | 1,21 |
| B.) GIBLJIVA SREDSTVA | 29,81 | 30,45 | 33,65 | 34,75 | 25,99 | 27,43 | 26,85 | 34,53 |
| I. Zaloge | 13,13 | 14,59 | 15,43 | 12,08 | 6,84 | 7,40 | 6,94 | 7,78 |
| II. Dolgoročne terjatve iz poslovanja | 1,17 | 1,05 | 0,91 | 0,84 | 0,69 | 0,63 | 0,50 | 0,39 |
| III. Kratkoročne terjatve iz poslovanja | 9,62 | 10,61 | 12,27 | 16,15 | 7,42 | 8,55 | 8,91 | 8,59 |
| IV. Kratkoročne finančne naložbe | 5,67 | 3,94 | 4,95 | 5,56 | 10,87 | 10,29 | 10,12 | 17,28 |
| V. Denarna sredstva | 0,22 | 0,25 | 0,09 | 0,11 | 0,16 | 0,48 | 0,35 | 0,44 |
| VI. Aktivne časovne razmejitev | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,08 | 0,02 | 0,04 |
| C.) SREDSTVA SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| A.) KAPITAL | 72,24 | 71,85 | 70,37 | 74,42 | 71,84 | 79,31 | 78,44 | 75,43 |
| B.) DOLGOROČNE REZERVACIJE | 4,56 | 3,86 | 2,35 | 2,22 | 2,12 | 4,04 | 2,92 | 2,32 |
| C.) DOLGOROČNE OBVEZNOSTI | 7,81 | 7,55 | 6,81 | 4,48 | 3,25 | 1,97 | 1,84 | 3,42 |
| Č.) KRATKOROČNE OBVEZNOSTI | 15,24 | 16,62 | 20,45 | 18,81 | 21,92 | 13,94 | 16,74 | 18,62 |
| I. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja | 9,74 | 8,11 | 10,98 | 9,65 | 5,97 | 4,75 | 4,96 | 3,98 |
| II. Kratkoročne obveznosti iz financiranja | 5,49 | 8,51 | 9,46 | 9,16 | 15,94 | 9,18 | 11,77 | 14,63 |
| D.) PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE | 0,16 | 0,13 | 0,03 | 0,06 | 0,88 | 0,75 | 0,06 | 0,22 |
| E.) OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Vir: Ibon 2002.

Tabela 4: Premoženjska bilanca v strukturni obliki za panogo nafte in plina v obdobju 1994-2001

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| A.) STALNA SREDSTVA | 60,48 | 65,22 | 64,27 | 64,95 | 70,50 | 67,79 | 64,99 | 70,33 |
| I. Neopredmetena dolgoročna sredstva | 0,56 | 0,66 | 0,59 | 0,57 | 1,39 | 1,77 | 1,79 | 1,64 |
| II. Opredmetena osnovna sredstva | 53,91 | 55,11 | 55,47 | 56,30 | 59,75 | 56,06 | 52,59 | 55,21 |
| III. Dolgoročne finančne naložbe | 6,01 | 9,46 | 8,21 | 7,97 | 8,90 | 9,56 | 10,32 | 13,19 |
| IV. Popravek kapitala | 0,00 | 0,01 | 0,00 | 0,11 | 0,46 | 0,40 | 0,69 | 0,29 |
| B.) GIBLJIVA SREDSTVA | 39,52 | 34,78 | 35,73 | 35,05 | 29,50 | 32,21 | 35,01 | 29,67 |
| I. Zaloge | 7,02 | 5,19 | 6,29 | 5,88 | 5,34 | 8,48 | 8,61 | 6,14 |
| II. Dolgoročne terjatve iz poslovanja | 1,59 | 2,42 | 1,40 | 0,71 | 0,18 | 0,04 | 0,03 | 0,02 |
| III. Kratkoročne terjatve iz poslovanja | 16,33 | 14,15 | 15,51 | 18,20 | 14,88 | 15,76 | 19,60 | 17,62 |
| IV. Kratkoročne finančne naložbe | 11,53 | 9,89 | 10,02 | 7,21 | 5,67 | 4,79 | 3,95 | 3,36 |
| V. Denarna sredstva | 2,55 | 3,02 | 2,39 | 2,81 | 3,26 | 2,90 | 2,60 | 2,32 |
| VI. Aktivne časovne razmejitve | 0,50 | 0,11 | 0,11 | 0,24 | 0,18 | 0,24 | 0,22 | 0,21 |
| C.) SREDSTVA SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| A.) KAPITAL | 54,14 | 54,25 | 55,72 | 56,02 | 54,88 | 47,78 | 44,19 | 44,19 |
| B.) DOLGOROČNE REZERVACIJE | 12,53 | 12,67 | 11,87 | 11,06 | 9,32 | 7,67 | 6,02 | 5,95 |
| C.) DOLGOROČNE OBVEZNOSTI | 2,77 | 5,90 | 5,73 | 2,58 | 9,31 | 9,80 | 10,69 | 16,68 |
| Č.) KRATKOROČNE OBVEZNOSTI | 28,78 | 25,82 | 26,33 | 30,12 | 26,20 | 34,41 | 38,08 | 32,67 |
| I. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja | 24,95 | 23,14 | 24,67 | 27,56 | 22,26 | 24,99 | 30,60 | 21,34 |
| II. Kratkoročne obveznosti iz financiranja | 3,83 | 2,67 | 1,66 | 2,55 | 3,94 | 9,42 | 7,48 | 11,32 |
| D.) PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE | 1,78 | 1,36 | 0,36 | 0,24 | 0,29 | 0,34 | 1,02 | 0,52 |
| E.) OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Vir: Ibon 2002.

Tabela 5: Premoženjska bilanca v strukturi obliki za panogo trgovine v obdobju 1994-2001

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| A.) STALNA SREDSTVA | 60,01 | 59,81 | 60,08 | 59,50 | 61,35 | 61,91 | 65,03 | 64,28 |
| I. Neopredmetena dolgoročna sredstva | 1,50 | 1,42 | 1,13 | 0,83 | 0,54 | 0,52 | 0,61 | 0,77 |
| II. Opredmetena osnovna sredstva | 53,78 | 53,44 | 53,14 | 52,80 | 51,93 | 52,25 | 57,05 | 55,54 |
| III. Dolgoročne finančne naložbe | 4,73 | 4,94 | 5,44 | 5,57 | 8,75 | 8,83 | 7,11 | 7,75 |
| IV. Popravek kapitala | 0 | 0,01 | 0,37 | 0,30 | 0,13 | 0,32 | 0,26 | 0,22 |
| B.) GIBLJIVA SREDSTVA | 39,99 | 40,19 | 39,92 | 40,50 | 38,65 | 38,09 | 34,97 | 35,72 |
| I. Zaloge | 13,91 | 13,76 | 13,68 | 14,42 | 14,10 | 14,21 | 14,09 | 13,40 |
| II. Dolgoročne terjatve iz poslovanja | 0,28 | 0,54 | 0,46 | 0,21 | 0,11 | 0,19 | 0,19 | 0,36 |
| III. Kratkoročne terjatve iz poslovanja | 17,26 | 17,54 | 17,56 | 18,07 | 16,97 | 15,84 | 13,77 | 16,75 |
| IV. Kratkoročne finančne naložbe | 5,79 | 5,58 | 6,05 | 6,26 | 5,80 | 6,08 | 5,09 | 3,46 |
| V. Denarna sredstva | 2,45 | 2,17 | 1,62 | 1,31 | 1,57 | 1,43 | 1,62 | 1,50 |
| VI. Aktivne časovne razmejitev | 0,30 | 0,60 | 0,55 | 0,23 | 0,10 | 0,32 | 0,21 | 0,25 |
| C.) SREDSTVA SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| A.) KAPITAL | 63,40 | 64,02 | 63,56 | 59,72 | 56,31 | 48,62 | 45,53 | 40,31 |
| B.) DOLGOROČNE REZERVACIJE | 2,02 | 1,84 | 1,48 | 1,62 | 1,54 | 3,22 | 2,64 | 2,65 |
| C.) DOLGOROČNE OBVEZNOSTI | 3,16 | 3,40 | 3,39 | 4,48 | 7,16 | 9,87 | 10,74 | 13,13 |
| Č.) KRATKOROČNE OBVEZNOSTI | 30,56 | 30,09 | 31,01 | 33,27 | 33,71 | 37,30 | 40,10 | 43,16 |
| I. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja | 21,94 | 20,50 | 21,01 | 20,72 | 18,86 | 20,26 | 22,27 | 21,81 |
| II. Kratkoročne obveznosti iz financiranja | 8,63 | 9,59 | 10,00 | 12,55 | 14,85 | 17,04 | 17,83 | 20,19 |
| D.) PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE | 0,86 | 0,65 | 0,56 | 0,92 | 1,27 | 0,99 | 0,99 | 0,76 |
| E.) OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Vir: Ibon 2002.

Tabela 6: Premoženjska bilanca v strukturi obliki za panogo transporta v obdobju 1994-2001

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| A.) STALNA SREDSTVA | 75,59 | 71,86 | 75,04 | 75,76 | 75,40 | 71,91 | 73,78 | 71,25 |
| I. Neopredmetena dolgoročna sredstva | 0,72 | 0,69 | 1,31 | 0,97 | 0,76 | 0,93 | 0,67 | 0,89 |
| II. Opredmetena osnovna sredstva | 69,98 | 66,60 | 65,44 | 64,53 | 63,23 | 60,05 | 58,63 | 52,93 |
| III. Dolgoročne finančne naložbe | 4,88 | 4,57 | 8,29 | 10,09 | 11,41 | 10,92 | 14,48 | 17,43 |
| IV. Popravek kapitala | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,17 | 0,00 | 0,01 | 0,00 | 0,00 |
| B.) GIBLJIVA SREDSTVA | 24,41 | 28,14 | 24,96 | 24,24 | 24,60 | 28,09 | 26,22 | 28,75 |
| I. Zaloge | 0,67 | 0,58 | 0,55 | 0,57 | 0,35 | 0,34 | 0,25 | 0,16 |
| II. Dolgoročne terjatve iz poslovanja | 0,11 | 0,08 | 0,07 | 0,04 | 0,03 | 0,03 | 0,02 | 0,04 |
| III. Kratkoročne terjatve iz poslovanja | 8,19 | 8,23 | 8,81 | 8,98 | 8,19 | 12,70 | 11,79 | 10,23 |
| IV. Kratkoročne finančne naložbe | 13,59 | 17,43 | 13,60 | 12,71 | 14,23 | 13,46 | 12,35 | 17,06 |
| V. Denarna sredstva | 1,10 | 1,11 | 1,19 | 1,19 | 1,24 | 1,14 | 1,20 | 0,87 |
| VI. Aktivne časovne razmejitve | 0,74 | 0,72 | 0,73 | 0,75 | 0,55 | 0,42 | 0,60 | 0,38 |
| C.) SREDSTVA SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| A.) KAPITAL | 87,05 | 85,98 | 85,67 | 85,08 | 84,66 | 80,39 | 79,00 | 78,85 |
| B.) DOLGOROČNE REZERVACIJE | 4,27 | 4,96 | 5,16 | 5,09 | 4,69 | 4,73 | 4,72 | 4,97 |
| C.) DOLGOROČNE OBVEZNOSTI | 0,93 | 0,91 | 0,90 | 0,76 | 1,43 | 2,05 | 2,07 | 1,55 |
| Č.) KRATKOROČNE OBVEZNOSTI | 6,86 | 7,21 | 7,27 | 7,95 | 8,16 | 11,69 | 13,16 | 13,83 |
| I. Kratkoročne obveznosti iz poslovanja | 6,42 | 6,80 | 6,79 | 6,93 | 6,75 | 9,53 | 9,30 | 9,24 |
| II. Kratkoročne obveznosti iz financiranja | 0,44 | 0,42 | 0,48 | 1,02 | 1,41 | 2,15 | 3,85 | 4,58 |
| D.) PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE | 0,89 | 0,94 | 1,00 | 1,12 | 1,06 | 1,14 | 1,06 | 0,80 |
| E.) OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV SKUPAJ | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Vir: Ibon 2002.

Priloga 2: Davčne stopnje na dobiček podjetij v EU

Tabela 7: Davčne stopnje davka na dobiček v Sloveniji in državah EU

| DRŽAVA | DAVČNA STOPNJA V % |
|------------------|--------------------|
| Slovenija | 25 |
| Avstrija | 34 |
| Belgija | 40,17 |
| Danska | 34 |
| Finska | 28 |
| Francija | 33,33 |
| Grčija | 35* |
| Irska | 28** |
| Italija | 37 |
| Luxemburg | 30 |
| Nemčija | 45 |
| Nizozemska | 35 |
| Portugalska | 34 |
| Španija | 35 |
| Švedska | 28 |
| Velika Britanija | 31 |

* 40% za delniške družbe, ki ne kotirajo na borzi, banke in tuje družbe.

** Dobiček nad 50.000 irskih funtov je obdavčen z 36% davkom.

Vir: Davčna politika, 2002.